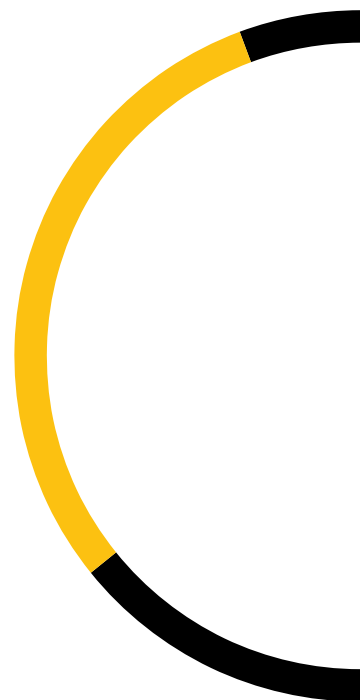


Abertura ao capital estrangeiro e dinâmicas recentes no setor privado de saúde no Brasil





Abertura ao capital estrangeiro e dinâmicas recentes no setor privado de saúde no Brasil



REALIZAÇÃO

Instituto de Estudos para Políticas de Saúde
Umane

APOIO

National Institute for Health and Care Research (NIHR)

COORDENAÇÃO

Rudi Rocha

REVISÃO TÉCNICA

Leonardo Rosa, Helena Arruda,
Vinicius Peçanha, Paulo Chapchap

PROJETO GRÁFICO E DIAGRAMAÇÃO

Fábrica de Ideias Brasileiras

AGRADECIMENTOS

Este projeto recebeu comentários e críticas de oficinas com especialistas e representantes da academia, do governo e de entidades do setor privado e da sociedade civil. Agradecemos a todas as pessoas que contribuíram para este trabalho.

CREATIVE COMMONS


Permitida a reprodução sem fins lucrativos, parcial ou total, por qualquer meio, se citados a fonte e os Instituto de Estudos para Políticas de Saúde (IEPS) e Umane como instituições responsáveis.

IEPS.ORG.BR | UMANE.ORG.BR



Sumário

	Apresentação	6
	Sumário Executivo	7
2.1	Introdução	9
2.2	Contexto institucional	11
2.3	Dados e Métodos	13
2.4	Resultados	15
2.5	Discussão	37
	Referências	39
	Material Suplementar	40





Biografia dos autores

GUSTAVO CORDEIRO

Bolsista de doutorado do Instituto de Estudos para Políticas de Saúde (IEPS). Doutorando e mestre em Administração de Empresas pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e bacharel em Engenharia de Materiais, Engenharia Civil e Ciência e Tecnologia. Foi aluno visitante na University of St Andrews e possui interesse em estratégia empresarial, economia da saúde, parcerias público-privadas e análises de impacto.



Apresentação

Este estudo faz parte da pesquisa Setor Privado e Relações Público-Privadas da Saúde no Brasil: Em Busca do Seguro Perdido, resultado de uma parceria entre o Instituto de Estudos para Políticas de Saúde (IEPS) e a Umane, que apresenta um panorama inédito e profundo sobre o setor privado de saúde no Brasil e suas relações com o setor público.

Ao todo, a pesquisa reúne nove estudos que abordam aspectos fundamentais do setor privado em saúde. Os diagnósticos foram construídos ao longo de um ano de trabalho e contou com a colaboração de pesquisadores e autoridades públicas em oficinas de discussão, entrevistas e análise de dezenas de bases de dados.



Sumário Executivo

Neste capítulo descrevemos o perfil de captação e consolidação do setor privado de saúde, bem como os eventos que se sucederam à abertura à participação de capital estrangeiro no setor hospitalar e de medicina diagnóstica ocorrida através da Lei nº 13097/2015. Apesar de questionamentos quanto às consequências de tal abertura, pouco se sabe sobre os efeitos desses investimentos na concentração do setor e na consolidação de grupos empresariais atuantes no setor hospitalar.

Documentamos um aumento nas operações de fusões e aquisições no setor de hospitais e serviços de saúde como alvo. Em 2010, houve apenas 5 transações envolvendo a aquisição de empresas do setor hospitalar enquanto no ano anterior à liberação do setor a investimentos estrangeiros (2014), foram apenas 3 operações reportadas. Após 2015 (ano da liberação) o volume de aquisições de hospitais se manteve crescente até o ano de 2021, quando houve 32 eventos reportados.

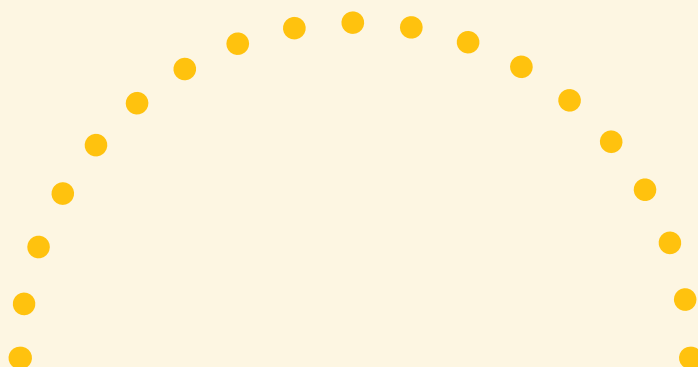
Após a mudança de lei ocorrida em 2015, além da intensificação das aquisições, nota-se um crescimento da relevância de empresas do setor financeiro no papel de adquirentes. Antes da aprovação da lei o setor financeiro participava de 17% das operações. Após 2015, todavia, foram 26% das fusões e aquisições do setor de saúde que tiveram empresas do setor financeiro como adquirentes. Como a maior parte das transações envolveu mais do que um estabelecimento, identificamos os estabelecimentos hospitalares envolvidos nas operações. Mapeamos, assim, 165 transações que envolveram 636 unidades hospitalares.

Os resultados obtidos sugerem um aumento na participação dos principais grupos empresariais do setor hospitalar no total de leitos disponíveis. Nota-se também uma redução no número total de leitos privados com fins lucrativos e um aumento no número de mercados relevantes com concentração de leitos privados elevada ($HHI > 2500$), indicando um movimento de consolidação do setor. Em 2010, as 10 principais empresas do setor hospitalar privado eram responsáveis por 4,77% do total de leitos disponíveis nos hospitais privados do país. Já em 2022, as 10 principais empresas possuíam uma participação de aproximadamente 17% do total de leitos privados. Parte dessa consolidação é justificada, ao menos parcialmente, por



uma intensificação dos eventos de fusões e aquisições ocorrida no período, especialmente após a abertura irrestrita à entrada de capital estrangeiro no setor hospitalar.

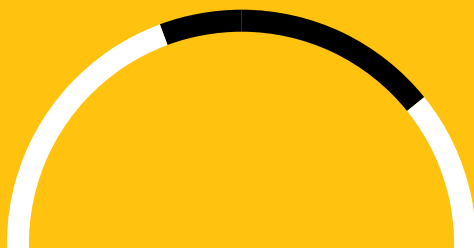
Por fim, conduzimos estudos de caso com os dois grupos mais atuantes nas fusões e aquisições no setor hospitalar, Grupo D'Or / Sulamérica e NotreDame Hapvida. Os estudos evidenciam a opção dos grupos pela captação de recursos no mercado de capitais após a abertura do setor para investimentos estrangeiros, bem como ilustram as diferenças e similaridades nos movimentos de consolidação dos grupos, em termos de perfil de hospitais adquiridos e atuação pós-aquisição.





2.1

Introdução



A abertura de mercados para investimentos estrangeiros é motivada pela possibilidade de obtenção de recursos que viabilizem desenvolvimento tecnológico (Costa & De Queiroz, 2002), expansão de serviços e desenvolvimento econômico através de parcerias estratégicas (Castro et al., 2013; Hiratuka, 2008). No Brasil, tal abertura se intensificou em meados da década de 1990, após uma série de medidas que elevaram o volume de privatizações e promoveram um aumento dos Investimentos Estrangeiros Diretos (IED) em diversas áreas (Baer & Rangel, 2001).

O setor da saúde foi uma dessas áreas, após a aprovação de IED no setor de seguradoras em 1996 e no setor hospitalar e de medicina diagnóstica em 2015. Desde então, todavia, os IED são alvo de opiniões distintas que apontam, por um lado, os riscos ao sistema de saúde por conta do perfil de investimento de fundos de *Private Equity* (Borsa et al., 2023; Braun et al., 2021; Kannan et al., 2023) e aumento da comercialização dos serviços de saúde^{1,2}; e, por outro, o potencial desenvolvimento do setor com o apoio dos recursos captados³, incluindo possíveis ganhos de escala.

Aqueles que são contrários à participação internacional no setor da saúde expressam preocupação, ainda, com a intensificação das aquisições de provedores de menor porte, a potencial concentração de mercado e a possível redução da qualidade dos serviços prestados. Evidências de outros países não são consensuais. Eliason et al., 2020, por exemplo, identificaram que a aquisição de mais de 1.200 centros de diálise independentes nos Estados Unidos resultou na substituição de profissionais de enfermagem por profissionais menos qualificados à medida que a estratégia das empresas adquirentes foi implementada. Gupta et al., 2023 por sua vez encontraram resultados negativos relacionando o investimento de fundos de *Private Equity* em residenciais para população de idade avançada, com redução de qualificação dos funcionários e aumento das taxas de mortalidade dos

1 <https://informe.ensp.fiocruz.br/noticias/37163>; Acesso em 18/02/2024.

2 <https://www.camara.leg.br/noticias/540366-projeto-veda-participacao-de-capital-estrangeiro-na-assistencia-a-saude/>; Acesso em 18/02/2024.

3 <https://setorsaude.com.br/acceleram-os-investimentos-estrangeiros-no-setor-saude-brasileiro/>; Acesso em 18/02/2024.



residentes. Já La Forgia & Bodner (2023) encontram resultados positivos após a aquisição de clínicas de fertilização *in vitro* por grupos empresariais.

No Brasil, embora seja claro o aumento do interesse de empresas de *Private Equity* e a intensificação das fusões e aquisições no setor após a abertura a IED, pouco se sabe quanto ao perfil das unidades hospitalares adquiridas, as consequências dessas operações no que se refere ao acesso à saúde, bem como as características dos principais grupos participantes dessas operações. O objetivo do presente capítulo, portanto, é promover uma maior compreensão das movimentações recentes do setor de prestação de serviços de saúde brasileiro, em especial aquelas subsequentes à flexibilização da legislação vigente referente ao acesso de investidores estrangeiros no setor hospitalar e de medicina diagnóstica.

Para tal, apresentamos inicialmente o contexto institucional em que ocorreram as liberações de IED no setor da saúde. Na sequência apresentamos os dados e métodos utilizados para análise das transações ocorridas no setor de saúde, as principais tendências das fusões e aquisições e identificamos os principais grupos atuantes no setor. Por fim, analisamos com maior profundidade as movimentações ocorridas em dois dos principais grupos do país, NotreDame Hapvida e Grupo D'Or/Sulamérica. A opção pela descrição detalhada dos dois casos se deu por uma série de motivos, dentre os quais destacamos o fato de serem os grupos mais ativos em fusões e aquisições no período analisado. Além disso, são grupos com estratégias empresariais distintas, que protagonizaram relevantes movimentações de captação de recursos após a abertura do setor ao capital estrangeiro e que atualmente combinam a atuação tanto como prestadores, como seguradores. Os grupos são analisados quanto às suas aquisições, bem como quanto às modificações realizadas nas unidades adquiridas em termos de capacidade instalada e de recursos humanos disponibilizados.



2.2

Contexto institucional

No Brasil, a abertura ao capital estrangeiro ocorreu através de uma série de regulamentações que possibilitaram a captação de recursos estrangeiros. Especificamente no setor de saúde, a Constituição Federal e a Lei Orgânica da Saúde, promulgadas em 1988 e 1990, respectivamente, mantiveram os vetos à entrada de capital estrangeiro no setor. A abertura parcial do setor ocorreu apenas após a Emenda Constitucional nº13 de 1996 e a promulgação da Lei dos Planos de Saúde (Lei nº 9656/1998), instrumentos legais que formalizaram a liberação de investimentos de capital estrangeiro em empresas de seguros, previdência, operadoras de assistência médica e odontológica.

A abertura irrestrita do setor, entretanto, ocorreu apenas em 2015 após promulgação da Lei nº 13097/2015 que alterou a Lei Orgânica da Saúde e possibilitou o ingresso de capital estrangeiro em hospitais, clínicas e empresas de medicina diagnóstica (Scheffer & Souza, 2022). Até então, a participação estrangeira em hospitais e empresas de medicina diagnóstica não tinha previsão legal e ocorria apenas de maneira excepcional (Santos et al., 2019), por exemplo, com redes de hospitais negociando seus ativos imobilizados com empresas estrangeiras em troca de contratos de locação de longo prazo⁴.

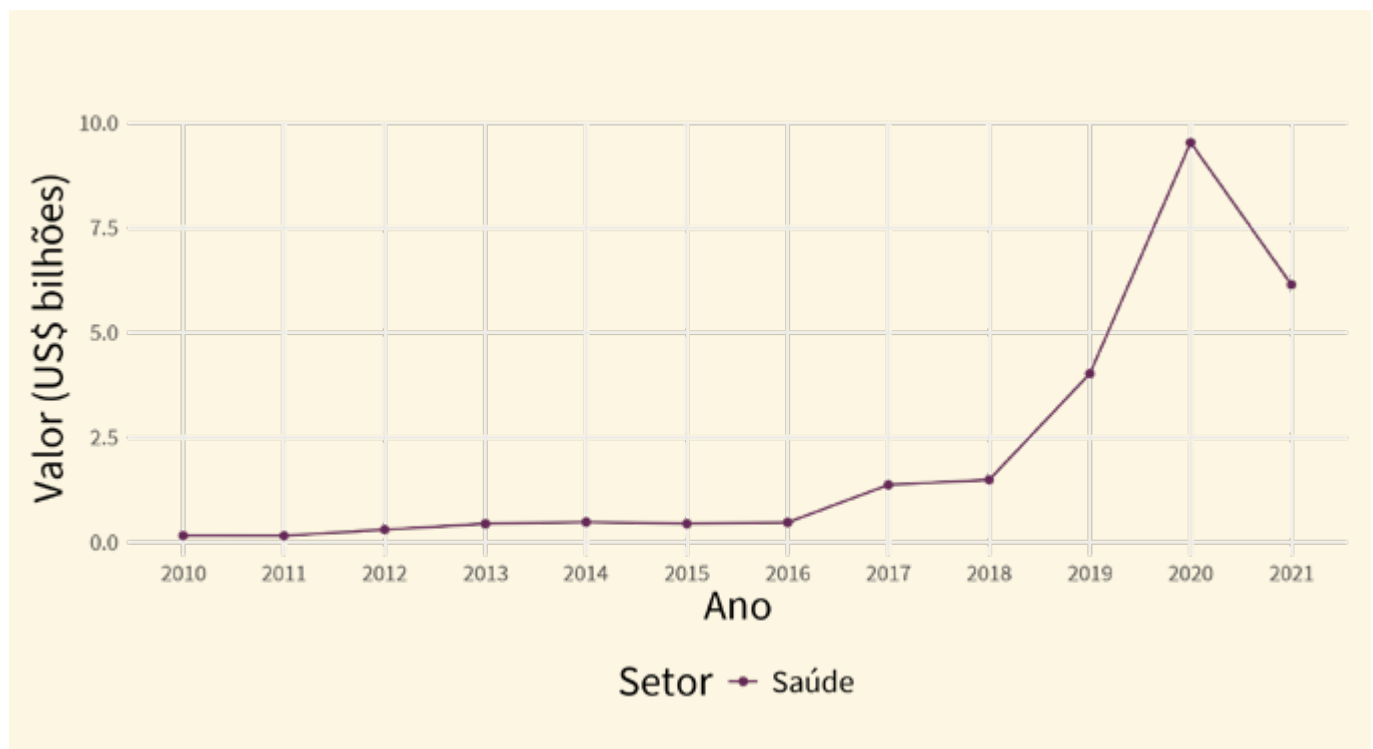
A reação à Lei nº 13097/2015 foi imediata por parte dos que se opunham à abertura irrestrita do setor ao capital estrangeiro, sendo o Projeto de Lei (PL) nº 1721/2015 (Câmara dos Deputados, 2015) um exemplo de tentativa de reestabelecimento das barreiras pré-existentes. No PL são citados como potenciais efeitos negativos da abertura do setor hospitalar e de medicina diagnóstica ao capital estrangeiro os seguintes pontos: “dificuldades para o desenvolvimento do setor privado nacional na área de assistência à saúde, caso conglomerados internacionais adquiram numerosos serviços de saúde e passem a estabelecer os padrões de atenção, e até de preços praticados; redução na qualidade da atenção à população, diante da falta de controle pelo setor público, em função de estratégias que maximizam o lucro, decididas por investidores externos, sem compromisso com o bem-estar

4 <https://www.saudebusiness.com/mercado/northwest-compra-hospitais-da-rede-dor-por-r-725-mi>; Acesso em 18/02/2024.

da sociedade brasileira, o que afetaria a governança nacional para prover adequados serviços de saúde à população; drenagem de profissionais da saúde que atuam no setor público para o setor privado, num contexto em que já há carência de recursos humanos da saúde no SUS” (Câmara dos Deputados, 2015).

Apesar dos questionamentos, a legislação vigente segue permitindo investimentos estrangeiros de maneira irrestrita na área da saúde, o que promoveu um crescimento expressivo no volume de IED no setor. Em 2010 o total de recursos estrangeiros investidos era de cerca de US\$ 160 milhões. Em 2015 o volume de investimentos chegou a aproximadamente US\$ 500 milhões (BACEN, 2022). Após a abertura do setor hospitalar, o total de IED na forma de participação no capital das empresas brasileiras chegou a ultrapassar os US\$ 9,5 bilhões no ano de 2020 segundo o BACEN (2022), conforme apresentamos na **FIGURA 1**.

FIGURA 1 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO NO SETOR DA SAÚDE (PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL)



Fonte: Relatório de Investimento Direto, Banco Central do Brasil (2022). Elaborado pelos autores.

O crescimento acumulado de cerca de 60 vezes no volume de IED reportado pelo BACEN (2022) no setor da saúde entre 2010 e 2020 destoou das tendências do total de investimentos estrangeiros, inclusive quando analisados diferentes setores da economia. No mesmo período, os IED totais foram de cerca de US\$ 587 bilhões em 2010 a cerca US\$ 521 bilhões em 2020, e os IED no setor de serviços variaram de cerca de US\$ 267 bilhões em 2010 para cerca de US\$ 308 bilhões em 2020, conforme apresentado na Figura S1. Notam-se as oscilações no volume de IED por questões conjunturais como variação cambial, liquidez internacional e contexto institucional do país (Silva Filho, 2015), mas as variações percentuais são menos representativas que as observadas para o setor de saúde.



2.3

Dados e Métodos

O primeiro conjunto de dados foi obtido no terminal da empresa London Stock Exchange Group (LSEG) – Eikon e inclui informações sobre a ocorrência de fusões e aquisições entre empresas e características das transações, tais quais: setor de atuação da empresa adquirida, setor de atuação da empresa adquirente, data da transação e os países de origem das empresas adquiridas e adquirentes. Por se tratar de um banco de dados não oficial e preenchido com base na atividade de monitoramento de movimentações de mercado, optamos por validar e eventualmente complementar as informações obtidas com duas fontes adicionais. Utilizamos ainda a base de fusões e aquisições da empresa Bloomberg, disponibilizada também em terminal próprio, com características similares à base da empresa LSEG-Eikon e os dados públicos dos Atos de Concentração disponibilizados pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), os quais analisam as transações entre empresas que se enquadram numa série de características relativas ao valor envolvido na operação e à concentração de mercado decorrente da operação.

Coletamos também dados de operações financeiras como emissão de debêntures, tomadas de empréstimos e emissão de ações em bolsa de valores no terminal LSEG-Eikon, na seção de Informações Financeiras das empresas analisadas. Complementamos nossa base, ainda, com dados obtidos dos sites e relatórios anuais das empresas.

Na construção da base de dados de fusões e aquisições selecionamos todas as operações em que empresas brasileiras foram adquiridas, independente das nacionalidades das empresas adquirentes. No levantamento, identificamos os códigos CNES dos estabelecimentos de saúde vinculados a cada transação mapeada pelo banco de dados (e.g. na aquisição de um determinado grupo de empresas, incluímos todas as unidades pertencentes àquele grupo, com base nos dados do CNES, como parte da transação). Em seguida, descrevemos os eventos conforme a categoria das empresas, tanto adquiridas, quanto adquirentes.

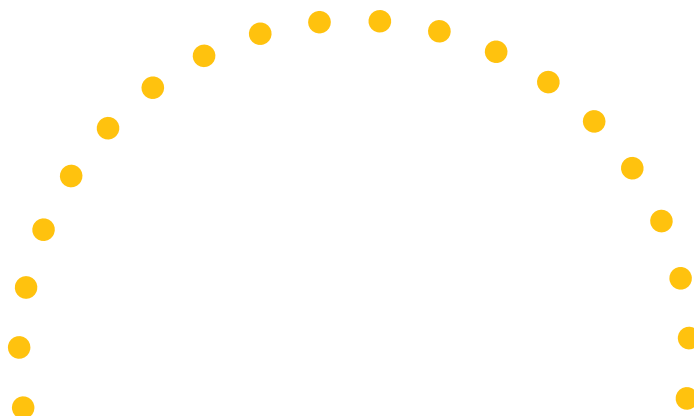
Na sequência, utilizamos dados do Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde (CNES) para caracterizar os estabelecimentos de saúde que passaram por fusões e/ou aquisições, bem como para



caracterizar a distribuição de leitos privados entre diferentes grupos empresariais. Especificamente, utilizamos informações do banco de dados CNES-Profissionais para análise do número de profissionais atuando em cada unidade hospitalar adquirida, incluindo profissionais de enfermagem, profissionais de medicina e profissionais em geral. Utilizamos ainda os dados do CNES-Leitos para coletar informações sobre quantidade de leitos cirúrgicos, clínicos e totais disponíveis nas unidades.

Por fim, para os dois grupos analisados com maior profundidade, descrevemos os principais eventos antes e depois de 2015, quando houve a abertura ao capital estrangeiro, tanto relativos às aquisições, quanto referentes às captações de recursos. Na sequência estimamos os efeitos da aquisição das unidades hospitalares na oferta de leitos e profissionais através de regressões com efeitos fixos de unidade e de tempo. Os resultados são apresentados na forma de gráficos do tipo *event-study*. O benefício da representação gráfica utilizada é que os efeitos pré e pós-evento (aquisição) são normalizados considerando os diferentes momentos em que as unidades foram adquiridas. Através dos gráficos é possível portanto identificar as tendências existentes anteriormente à aquisição. Por fim, analisamos comparativamente a forma como os dois grupos modificaram suas distribuições espaciais no país através das aquisições realizadas.

Ressalta-se que, embora não seja possível inferir que os dados obtidos representam a totalidade das fusões e aquisições ocorridas no período, as análises se limitam a identificar as alterações ocorridas nas unidades adquiridas e mapeadas antes e depois das transações.





2.4

Resultados

2.4.1 Tendências Gerais de fusões e aquisições

Iniciamos nossas análises com a distribuição anual de fusões e aquisições no país, no período compreendido entre os anos 2010 e 2022. Nota-se na **FIGURA 2** um aumento significativo no volume de operações ocorridas após a liberação de 2015, em especial nas operações tendo como alvo hospitais e empresas de serviços de saúde (e.g. medicina diagnóstica, operadoras de saúde, clínicas odontológicas). Em 2010, houve apenas 5 transações envolvendo a aquisição de empresas do setor hospitalar. No ano anterior à liberação do setor a investimentos estrangeiros, foram apenas 3 operações reportadas, enquanto em 2015 (ano da liberação) ocorreram um total de 17 fusões e/ou aquisições. O volume de aquisições de hospitais se manteve crescente até o ano de 2021, quando houve 32 eventos reportados.

Observa-se um padrão similar para as empresas de serviços de saúde. Em 2010 foram 5 operações envolvendo empresas do setor, enquanto nos anos de 2019 e 2020 o número de eventos ultrapassou 40 por ano, conforme apresentado também na **FIGURA 2**. Por fim, nota-se que o volume de fusões e aquisições para empresas farmacêuticas e de biotecnologia manteve-se relativamente estável ao longo de todo o período analisado.

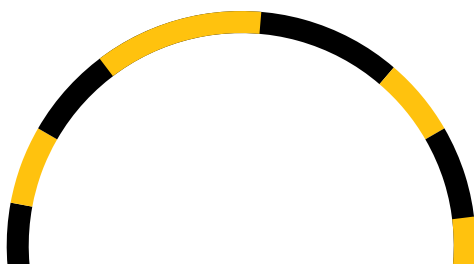
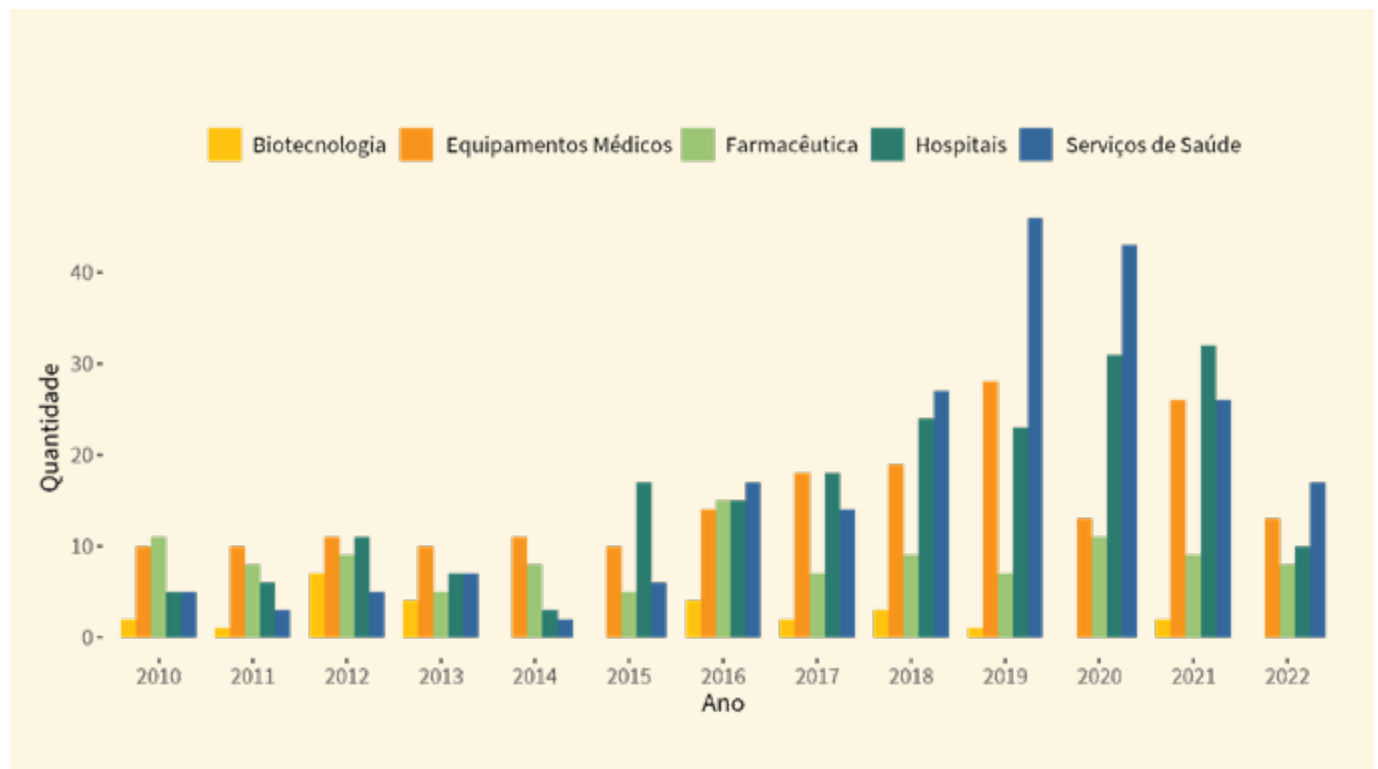


FIGURA 2 – DISTRIBUIÇÃO DE FUSÕES E AQUISIÇÕES POR ANO E SEGMENTO



Fonte: LSEG-Eikon, Bloomberg e CADE. Elaborado pelos autores⁵.

A **FIGURA 2** mostra que o aumento nas operações de fusões e aquisições teve o setor de hospitais e serviços de saúde como alvo. A seguir, analisamos as tendências não apenas das empresas-alvo, mas também das empresas adquirentes. Apresentamos na **TABELA 1** três painéis, o primeiro com a quantidade de fusões e aquisições antes de 2015, o segundo com a quantidade de eventos após 2015 e o terceiro com a variação percentual na quantidade de eventos entre os dois períodos.

Antes da mudança de lei ocorrida em 2015, o maior número de fusões e aquisições ocorria entre empresas do mesmo setor de atuação e as empresas adquirentes do setor financeiro foram responsáveis por 17% das operações. Após 2015, estas participaram de aproximadamente 26% das fusões e aquisições do setor de saúde, com destaque para operações envolvendo hospitais e empresas de serviços de saúde. As aquisições reportadas de hospitais por empresas do setor financeiro, por exemplo, passaram de 3 para 52, apresentando um aumento superior a 1600%. Nota-se ainda que em quantidades absolutas o número de operações apresentou considerável aumento no período após 2015.

5 Mantivemos a classificação das empresas utilizada pela base da LSEG-Eikon.



TABELA 1 – FUSÕES E AQUISIÇÕES POR SETOR DAS EMPRESAS ALVO E ADQUIRENTE

		Alvo				
		Biotecnologia	Equipamentos Médicos	Farmacêutica	Hospitais	Serviços de Saúde
Pré-2015 Adquirentes	Biotecnologia	1	1	1	0	0
	Equipamentos Médicos	1	68	0	0	1
	Farmacêutica	3	3	51	0	0
	Financeiras	9	13	9	3	15
	Hospitais	0	0	0	27	3
	Outros	5	12	9	3	3
	Serviços de Saúde	0	1	0	6	38
Pós-2015 Adquirentes	Biotecnologia	0	1	0	0	0
	Equipamentos Médicos	3	86	1	4	14
	Farmacêutica	3	1	48	0	0
	Financeiras	2	26	13	52	66
	Hospitais	0	5	0	75	30
	Outros	5	15	11	4	10
	Serviços de Saúde	0	10	1	34	86
Variação Pré e Pós-2015 Adquirentes	Biotecnologia	-100%	0%	-100%	---	---
	Equipamentos Médicos	200%	26%	---	---	1300%
	Farmacêutica	0%	-67%	-6%		
	Financeiras	-78%	100%	44%	1633%	340%
	Hospitais	---	---	---	178%	900%
	Outros	0%	25%	22%	33%	233%
	Serviços de Saúde	---	900%	---	467%	126%

Fonte: LSEG-Eikon, Bloomberg e CADE. Elaborado pelos autores.

Avançamos na análise com um foco particular sobre o setor hospitalar, identificando subsidiárias e demais empresas pertencentes a um determinado grupo adquirido/adquirente. Por exemplo, a aquisição do Hospital São Rafael SA pela empresa Hospital Esperança SA é contabilizada como uma aquisição do Grupo D'Or, uma vez que a empresa Hospital Esperança SA pertence ao grupo. Na sequência, considerando o exemplo anterior, buscamos as unidades hospitalares associadas às empresas adquiridas, no

caso o Hospital São Rafael SA. Realizamos a busca manual no Cadastro Nacional de Estabelecimentos de Saúde (CNES) e no *website* “Linkana”⁶ utilizado para consulta de Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ). Com isso, identificamos 701 unidades de saúde, associadas a 214 fusões e aquisições. Excluímos então unidades que passaram por mais de uma aquisição no período, restando 636 unidades de saúde, vinculadas a 165 operações. A **TABELA 2** apresenta a quantidade de operações por grupo adquirente, bem como a quantidade de unidades de saúde associadas às transações ocorridas.

TABELA 2 – NÚMERO DE EVENTOS E UNIDADES ADQUIRIDAS POR ADQUIRENTE

Grupo	Quantidade de Eventos	Quantidade de Unidades
Grupo D’Or / Sulamérica	39	83
NotreDame Hapvida	16	244
Amil	15	51
Olhos do Brasil	15	48
Oncoclínicas	15	24
Dasa	8	44
Kora	8	11
Caledônia	7	23
Outros	42	108
Total	165	636

Fonte: CNES e Linkana. Elaborado pelos autores.

Discutimos à frente o impacto da intensificação das fusões e aquisições na concentração de mercado do setor hospitalar, com destaque à concentração de leitos disponíveis em hospitais privados com fins lucrativos.

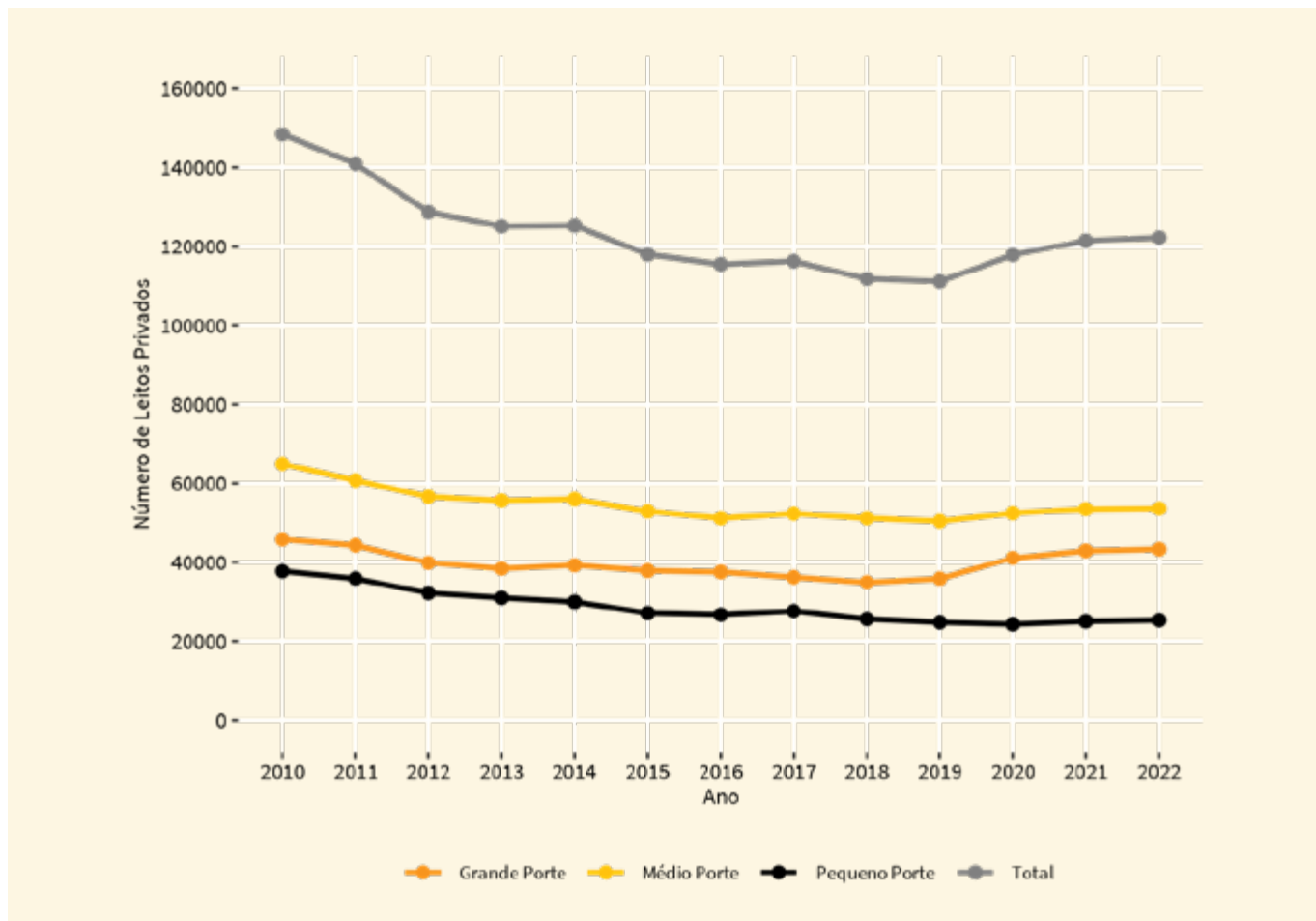
2.4.2 Concentração de mercado e principais grupos empresariais

A concentração do mercado hospitalar é diretamente afetada pela quantidade de leitos disponíveis e pela quantidade de empresas ou grupos empresariais em posse de tais recursos. Na **FIGURA 3** apresentamos a quantidade de leitos privados com fins lucrativos⁷ existentes entre 2010 e 2022.

⁶ <https://cnpj.linkana.com/>

⁷ Adotamos a classificação da Tabela de Natureza Jurídica do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Restringimos nossa amostra para empresas enquadradas como “Entidades Empresariais”. O grupo não inclui unidades submetidas à administração pública, nem entidades filantrópicas.

FIGURA 3 – NÚMERO DE LEITOS PRIVADOS EM ESTABELECIMENTOS COM FINS LUCRATIVOS

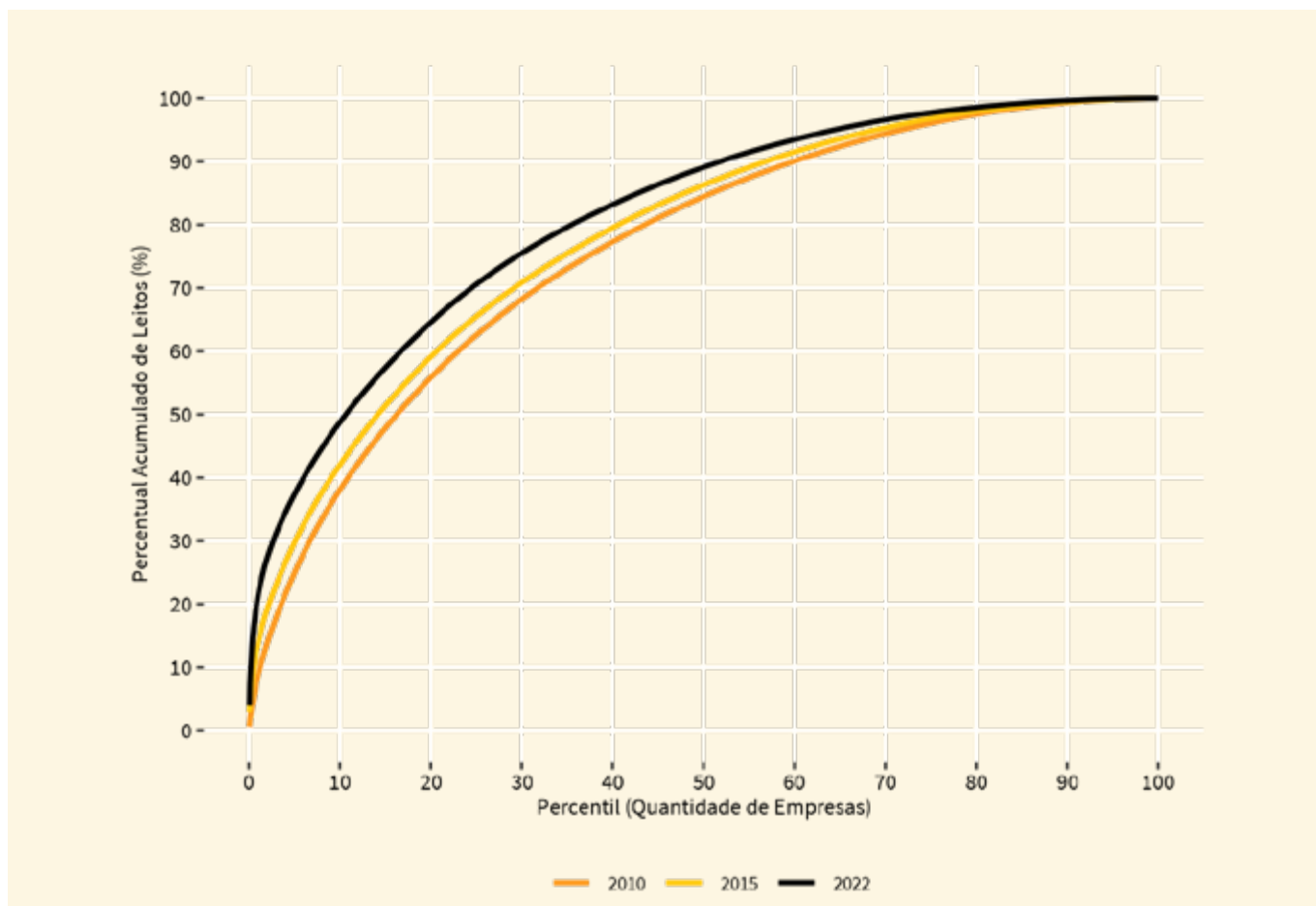


Fonte: CNES. Elaborado pelos autores.

No período, o número total de leitos privados em hospitais com fins lucrativos variou de cerca de 150 mil em 2010, para aproximadamente 120 mil em 2022. Desses, em 2010, havia aproximadamente 46 mil leitos (30,8%) em hospitais de grande porte, 65 mil leitos (43,7%) em hospitais de médio porte e 38 mil leitos (25,4%) em estabelecimentos de pequeno porte. Já em 2022, eram cerca de 43 mil (35,4%), 53 mil (43,8%), 25 mil (20,7%) leitos em hospitais de grande, médio e pequeno porte respectivamente.

O movimento de diminuição da quantidade de leitos ocorreu concomitantemente ao aumento de participação de mercado dos principais grupos atuantes no setor hospitalar. Em 2010, as 10 principais empresas do setor hospitalar privado eram responsáveis por 4,77% do total de leitos disponíveis nos hospitais privados do país. Já em 2022, as 10 principais empresas possuíam uma participação de aproximadamente 17% do total de leitos privados. A **FIGURA 4** ilustra esse crescimento da representatividade de grandes grupos atuantes no setor, uma vez que tanto de 2010 a 2015, quanto de 2015 a 2020 houve um aumento no percentual de leitos disponíveis em posse de menos empresas.

FIGURA 4 – PERCENTUAL ACUMULADO DE LEITOS POR QUANTIDADE DE EMPRESAS



Fonte: CNES. Elaborado pelos autores.

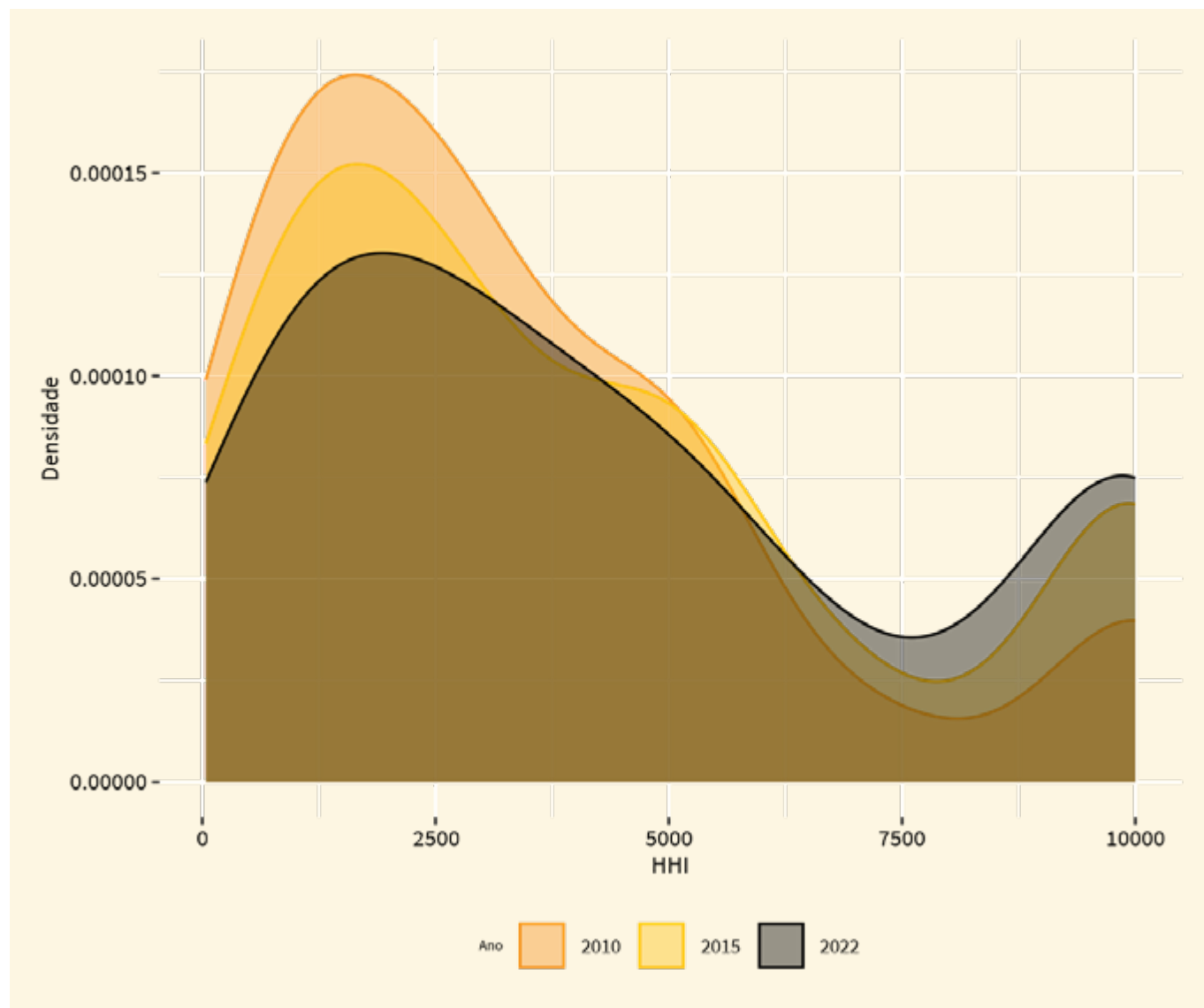
Em números absolutos, 10% das empresas possuíam cerca de 15 mil leitos em 2010, 12 mil leitos em 2015 e aproximadamente 13 mil leitos em 2022. Ressalta-se ainda que as quantidades de leitos não representam necessariamente a totalidade de leitos dos grupos, mas sim o total de leitos em hospitais que compartilham a mesma raiz de CNPJ.⁸

A seguir utilizamos uma segunda abordagem para analisar a dinâmica dos níveis de concentração de leitos privados no mesmo período. Utilizamos o Índice de Herfindahl-Hirschmann (HHI) para mensurar o grau de concentração de leitos privados considerando os mercados relevantes de cada hospital, seguindo a definição de Ferreira (2020) e utilizada pela ANS. O cálculo do HHI no contexto apresentado utiliza o percentual de leitos de determinado grupo em relação ao total de leitos disponíveis no mercado considerado. O índice é calculado através da soma das participações (em percentagem) dos leitos de cada empresa ou grupo no total de leitos privados de um dado mercado relevante elevadas ao quadrado. Valores menores que 1500 sugerem que o mercado não é concentrado. Valores entre 1500 e 2500 indicam um mercado moderadamente concentrado,

⁸ Para definição das principais empresas e/ou grupos, agrupamos os leitos privados conforme a raiz do CNPJ da empresa proprietária de cada estabelecimento de saúde. Trata-se, portanto, de uma abordagem conservadora uma vez que não agrupamos números de CNPJ distintos pertencentes a um mesmo grupo empresarial.

enquanto valores de HHI superiores a 2500 indicam uma elevada concentração. A **FIGURA 5** apresenta a densidade de mercados relevantes para cada valor de HHI para os anos de 2010, 2015 e 2022.

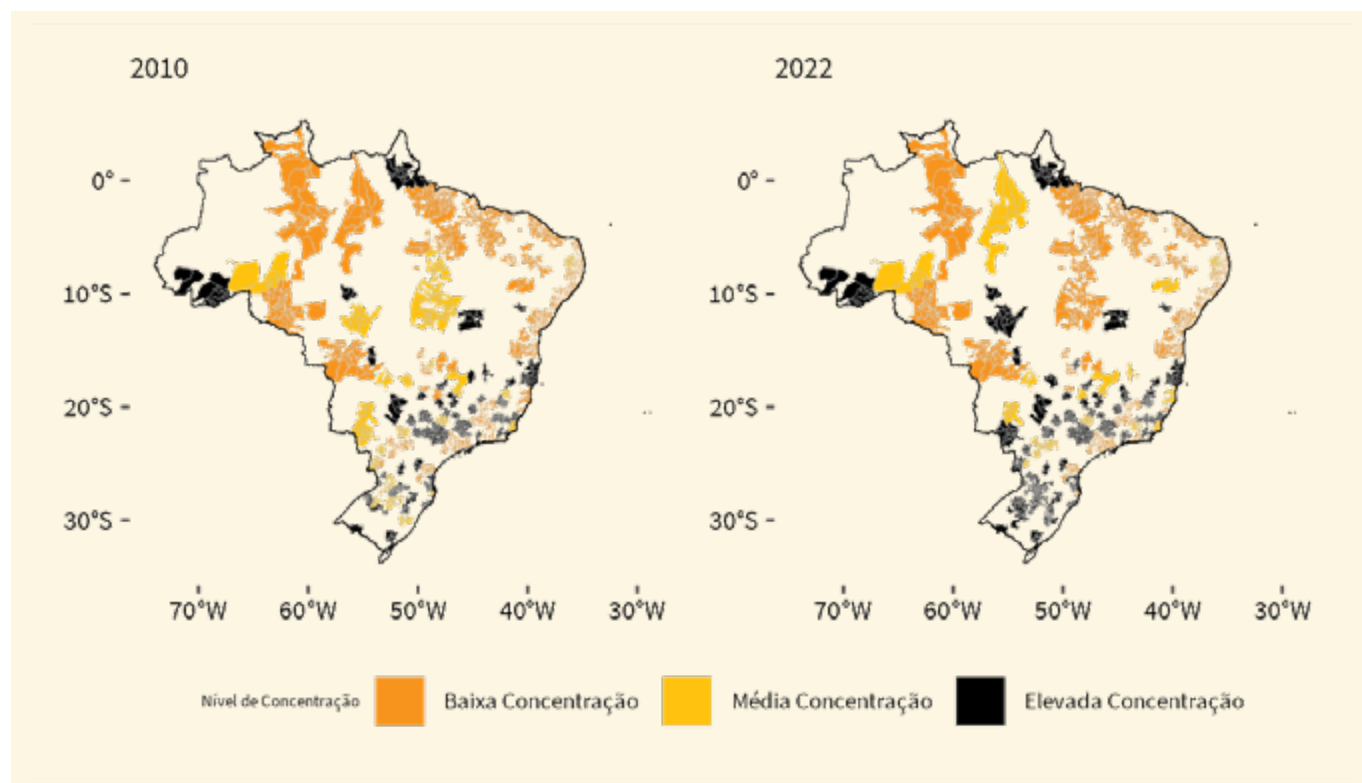
FIGURA 5 – DENSIDADE DE HHI PARA OS ANOS DE 2010, 2015 E 2022



Fonte: CNES. Elaborado pelos autores.

Entre 2010 e 2022, houve uma redução na densidade de mercados com HHI menor que 1500, ou seja, mercados pouco concentrados. No mesmo período, nota-se um aumento na densidade de mercados altamente concentrados, em especial com HHI superiores a 5000. Apresentamos na **FIGURA 6** os mapas com as regiões de saúde e seus respectivos níveis de concentração em 2010 e 2022.

FIGURA 6 – MAPAS DE REGIÕES DE SAÚDE POR NÍVEL DE CONCENTRAÇÃO



Fonte: CNES. Elaborado pelos autores.

Ressalta-se que a análise de concentração de mercado de leitos privados ora adotada é uma das dimensões analisadas pelo CADE na avaliação dos Atos de Concentração, por exemplo. Embora o HHI seja um dos critérios levados em conta no parecer do CADE, o estudo dos potenciais impactos e outras características das operações são igualmente considerados. É importante destacar que poucas operações de fusões e aquisições chegam a ser avaliadas pelo órgão, uma vez que a operação deve envolver no mínimo um grupo com faturamento bruto anual, no Brasil, igual ou superior a R\$ 750 milhões no último exercício social e outro com faturamento bruto anual, no Brasil, igual ou superior a R\$ 75 milhões no mesmo período.

As características da evolução do número de leitos e a concentração do mercado hospitalar privado apresentados sugerem que desde 2010 há um movimento de redução na quantidade total de leitos disponíveis. Essa redução pode ser dividida em três fases, a primeira de redução acentuada entre 2010 e 2015, a segunda com uma relativa estabilização de 2015 a 2019, e a terceira com um discreto aumento no número de leitos influenciado principalmente pelo aumento dos leitos disponibilizados em hospitais de grande porte.

Na sequência analisamos em estudos de caso os dois grupos com maior volume de operações realizadas, o Grupo D'Or / Sulamérica e o Grupo NotreDame Hapvida. Ambos foram significativamente afetados pela abertura do mercado hospitalar para investimentos estrangeiros, embora seguindo modelos de negócio, características e origens distintas. Discutimos à frente estes dois estudos de caso, apresentamos uma descrição das principais características desses grupos, bem como o impacto deles nas unidades que adquiriram e na dinâmica do setor hospitalar brasileiro.

2.4.3 Grupo D'Or / Sulamérica

Histórico

A Grupo D'Or tem sua origem em 1977⁹, ano em que o cardiologista e empresário Jorge Moll Filho fundou o Grupo Labs na cidade do Rio de Janeiro. Nas décadas de 80 e 90 a operação do grupo se manteve focada em serviços diagnósticos, com a abertura de mega unidades na cidade do Rio de Janeiro. O primeiro hospital da rede (Hospital Barra D'Or) surgiria apenas em 1998, seguido pela inauguração dos hospitais Copa D'Or em 2000 e Quinta D'Or em 2001.¹⁰

Contexto pré-2015 (ênfase em distribuição regional e capacidade)

A atuação da rede se manteve na cidade do Rio de Janeiro no início dos anos 2000, até que em 2010, quando a Rede D'Or já possuía 10 (dez) unidades próprias no Rio de Janeiro e em Recife, ocorreram dois fatos relevantes para o grupo. O primeiro foi a aquisição do Grupo Labs pelo Grupo Fleury por valor ligeiramente superior a R\$ 1 bilhão¹¹ e o segundo foi a união com o Banco BTG Pactual, que possibilitou o início do movimento de expansão para outras praças.

A expansão foi marcada inicialmente pela aquisição do Hospital e Maternidade Brasil e do Hospital São Luiz Morumbi nas cidades de Santo André/SP e São Paulo/SP respectivamente. Essa operação, capitaneada pelo BTG Pactual, envolveu cerca de US\$ 570 milhões, segundo estimativas do mercado.¹² Uma série de aquisições se sucederam, em especial em São Paulo e Brasília, conforme apresentado na **TABELA S1**.

Além de utilizar recursos próprios, o grupo viabilizou sua expansão a partir de 2010 com o suporte do Banco BTG Pactual e eventuais empréstimos contratados junto à *International Finance Corporation* (IFC). Ao final do ano de 2013 a Rede D'Or também formalizou a transferência de parte de seus ativos imobiliários para o fundo de investimento imobiliário canadense *NorthWest International Healthcare Properties* em duas operações. Nelas, foram investidos um montante superior a US\$ 230 milhões¹³ pelo fundo estrangeiro na aquisição dos ativos imobilizados de quatro hospitais da Rede D'Or, que em troca estabeleceu contratos de locação de longo prazo (25 anos). A operação se mostrou uma estratégia eficaz para capitalização do grupo com recursos oriundos de investidores estrangeiros, sem que fosse contrariada a legislação vigente na ocasião, que impedia investimentos diretos na aquisição de hospitais e centros de diagnóstico por parte de empresas de outros países. A **TABELA S2** apresenta um resumo das operações de captação de recursos ocorridas até o ano de 2015.

Contexto pós-2015 (ênfase em distribuição regional e capacidade)

A entrada de capital estrangeiro a partir da alteração da legislação vigente no ano de 2015 possibilitou que o Grupo D'Or potencializasse sua expansão. Alguns dos principais movimentos de aquisição de unidades de

9 <https://www.rededorsaoluiz.com.br/o-grupo/quem-somos>; Acesso em 02/09/2023.

10 <https://www.rededorsaoluiz.com.br/o-grupo/historico>; Acesso em 02/09/2023.

11 <https://exame.com/negocios/fleury-fecha-aquisicao-do-labs-dor-por-r-1-04-bilhao/>; Acesso em 03/09/2023.

12 <https://www.investe.sp.gov.br/noticia/banco-btg-pactual-compra-o-controle-do-hospital-sao-luiz/>; Acesso em 03/09/2023.

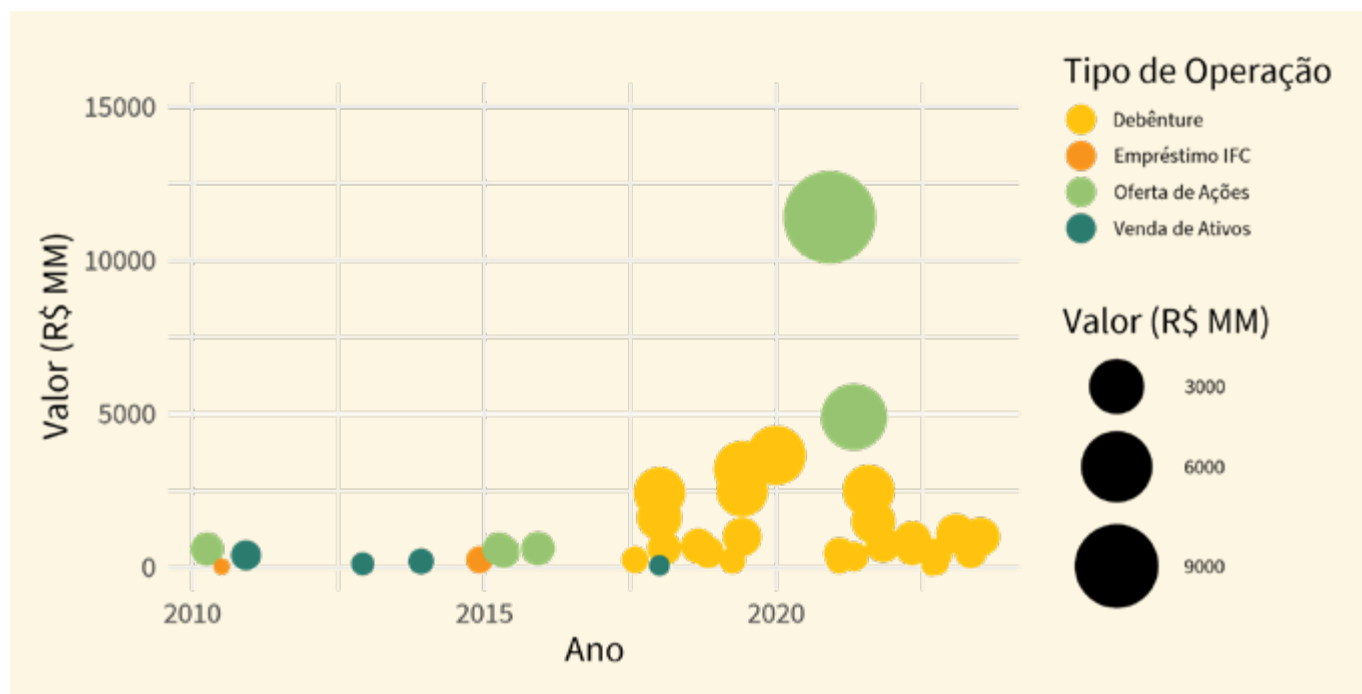
13 <https://www.medindia.net/health-press-release/NorthWest-International-Healthcare-Properties-REIT-releases-third-quarter-2013-results-192368-1.htm>; Acesso em 09/09/2023.

saúde são listados na **TABELA S3**. Nota-se que após 2015 o grupo expandiu em direção às regiões Centro-Oeste, Nordeste e Sul, além de intensificar sua presença na sua região de origem (Sudeste). Destaca-se ainda a fusão com o grupo Sulamérica ocorrida em 2022, quando o Grupo D'Or passou a conciliar as atividades de operadora e prestadora de serviços de saúde.

No que se refere ao financiamento da expansão, parte das operações foi viabilizada através da captação de recursos com investidores estrangeiros, o que se tornou possível após a alteração da legislação vigente. Ainda em 2015, o grupo efetivou a venda de parte da empresa para o fundo de *private equity* “The Carlyle Group LP” e para o fundo soberano de Cingapura. As transações beneficiaram o caixa do grupo, mas também viabilizaram a venda de parte das participações tanto da família Moll, fundadora do grupo, quanto do banco de investimentos BTG Pactual.¹⁴ Na sequência, o grupo se capitalizou através da venda dos ativos imobiliários do Hospital São Luiz Morumbi em 2018 pelo valor estimado de cerca de US\$ 69 milhões e através da sua oferta inicial de ações em 2020 e oferta subsequente em 2021, as quais movimentaram mais de R\$ 15 bilhões.¹⁵

Além de investimentos diretos e emissão de ações, o Grupo D'Or também utilizou uma série de emissões de debêntures para captação de recursos junto ao mercado. A mudança no perfil de captação de recursos pré e pós-2015 é evidenciada na **FIGURA 7**.

FIGURA 7 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS - GRUPO D'OR



Fonte: LSEG-Eikon. Elaborado pelos autores.

14 <https://fusoesaquisicoes.com/acontece-no-setor/btg-negocia-venda-da-rede-dor-em/>; Acesso em 03/03/2024.

15 A **TABELA S4** apresenta as principais movimentações financeiras de capitalização do grupo.

O elevado volume de aquisições possibilitou um crescimento significativo na capacidade operacional do grupo. Para dimensionar a magnitude desse crescimento, apresentamos a seguir as principais características das unidades adquiridas pelos Grupo D'Or. A **TABELA 3** apresenta estatísticas descritivas referentes aos valores observados das unidades adquiridas no mês imediatamente anterior à aquisição. De acordo com os dados do CNES, as unidades adquiridas pelo Grupo D'Or tinham cerca de 126 leitos, dos quais aproximadamente 30 leitos cirúrgicos e 36 leitos clínicos. Para efeito de comparação, os 73 hospitais sob gestão do grupo no ano de 2023 tinham em média cerca de 158 leitos.¹⁶ Em relação ao número de profissionais, as unidades adquiridas pelo grupo tinham em média 200 profissionais, dos quais cerca de 76 profissionais de medicina.

TABELA 3 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS – LEITOS ADQUIRIDOS PELO GRUPO D'OR

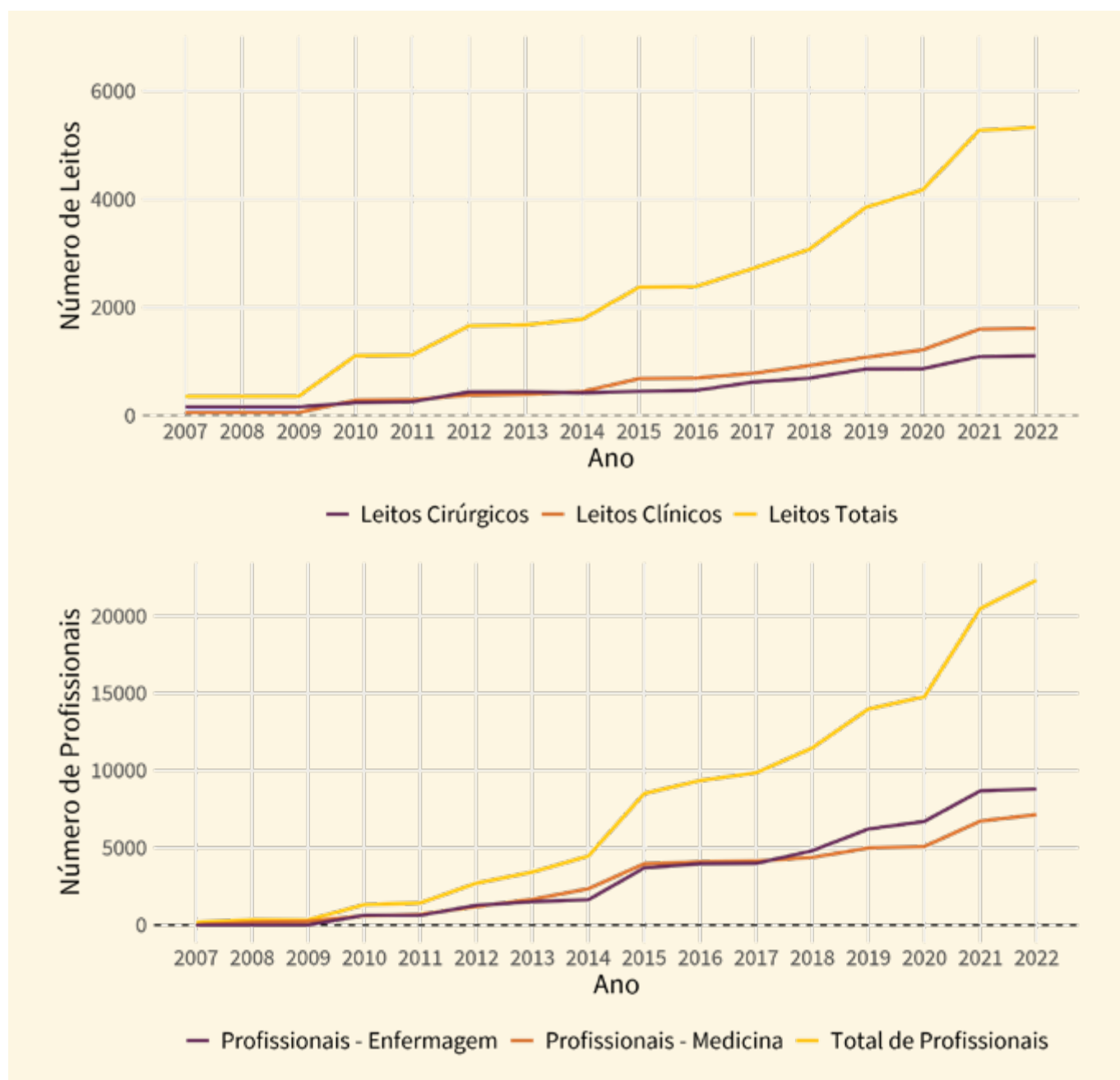
Variável	Média	Desvio Padrão	Valor Mínimo	Valor Máximo	Mediana	Observações
Número de leitos (total)	126,30	80,82	2	352	119	43
Número de leitos (cirúrgicos)	30,53	33,48	0	150	22	43
Número de leitos (clínicos)	36,42	28,97	0	127	30	43
Número de leitos SUS (total)	4,09	11,59	0	63	0	43
Número de leitos SUS (cirúrgicos)	0,93	2,70	0	13	0	43
Número de leitos SUS (clínicos)	1,58	5,09	0	26	0	43
Profissionais (total)	200,69	332,80	1	2169	59	65
Profissionais de medicina	76,34	117,82	1	663	28	59
Profissionais de enfermagem	125,57	150,05	1	577	91	44

Notas: Dados obtidos da base de leitos do CNES. Valores referentes ao período (mês) imediatamente anterior ao mês de aquisição das unidades de saúde reportado na base LSEG-Eikon.

¹⁶ <https://conteudos.xpi.com.br/renda-fixa/relatorios/analise-rede-dor/>; Acesso em 03/03/2024.

As operações incluídas na nossa amostra indicam que o número de leitos provenientes de aquisições no período analisado (2000-2022) seria da ordem de 5300 leitos, incluindo cerca de 1600 leitos clínicos e 1100 leitos cirúrgicos, conforme a **FIGURA 8**. Ainda de acordo com o CNES, desses, mais de 3000 leitos (56,60%) foram adquiridos após a abertura do mercado hospitalar para o capital estrangeiro em 2015.¹⁷ Apresentamos também na **FIGURA 8** a evolução do número de profissionais do Grupo D'Or. As operações compiladas indicam que o número total de profissionais atuando em unidades adquiridas seria de aproximadamente 22.000 profissionais, dos quais cerca de 7.000 profissionais de medicina e 8,500 profissionais da área de enfermagem.

FIGURA 8 – LEITOS E PROFISSIONAIS PROVENIENTES DE UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO D'OR)



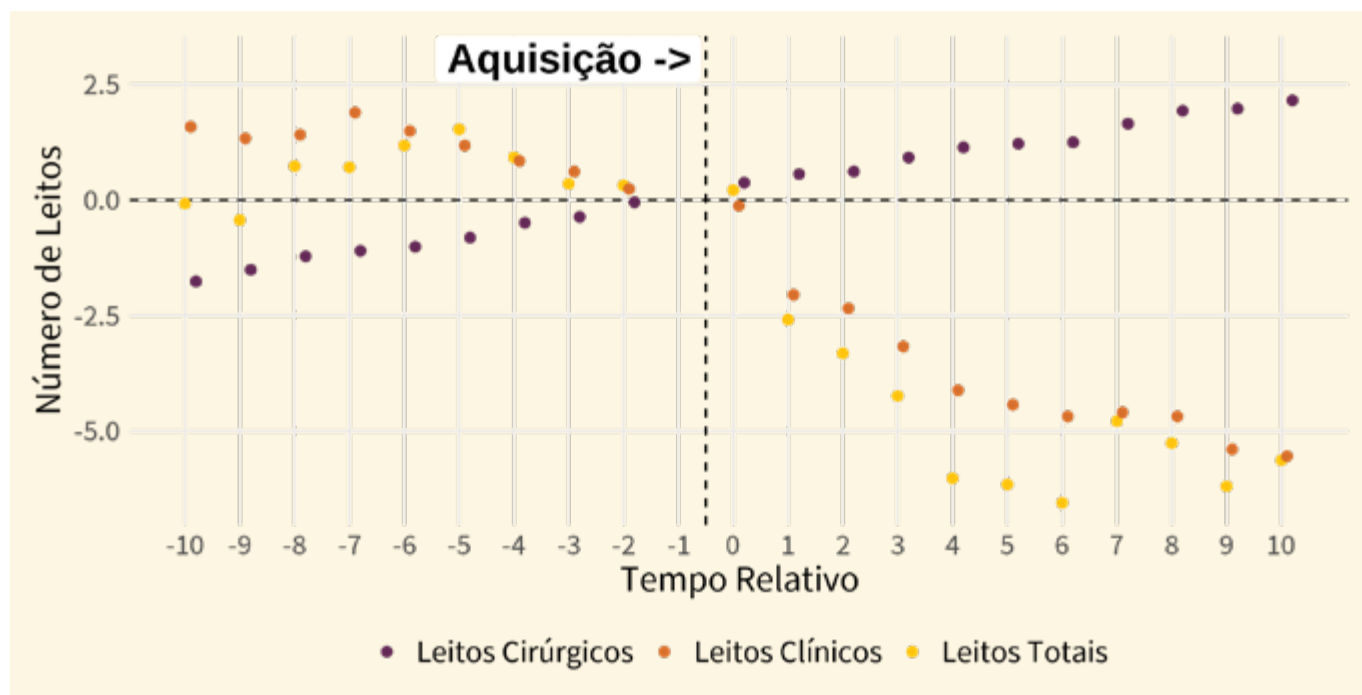
Fonte: CNES-Leitos e CNES-Profissionais.
Elaborado pelos autores.

17 Na Figura S1 apresentamos a evolução da quantidade de leitos SUS existentes nos hospitais adquiridos pelo Grupo D'Or (pouco mais de 100 leitos no total).

Para que se tenha uma referência do impacto das aquisições na capacidade de atendimento do Grupo D'Or, atualmente a empresa conta com cerca de 11.000 leitos e 87.000 profissionais de medicina cadastrados. Logo, os leitos provenientes das unidades adquiridas correspondem a cerca de 50% do total de leitos e o número de profissionais dessas unidades representa aproximadamente 25% do total de profissionais do grupo.

Embora o crescimento absoluto tanto do número de leitos quanto do número de profissionais seja evidente, a evolução da quantidade de leitos e profissionais de cada unidade é menos óbvia. Para analisar as tendências antes e após aquisição utilizamos regressões com a quantidade de leitos e de profissionais como variáveis dependentes e adotamos um modelo com efeitos fixos de unidade e tempo. Comparamos apenas a evolução das variáveis para as unidades adquiridas pelo grupo. Apresentamos na **FIGURA 9** os coeficientes estimados pelo modelo. O gráfico na forma de estudo de evento sugere haver um aumento de cerca de 8% na quantidade de leitos cirúrgicos (aproximadamente 2,5 unidades após 10 meses), seguindo uma tendência anterior à aquisição, e uma redução de aproximadamente 5 leitos clínicos após a aquisição das unidades pelo grupo. A redução corresponde a aproximadamente 14% do total de leitos clínicos existentes antes da aquisição. Vale ressaltar que dado o reduzido número de observações as estimativas apresentam limitações e, portanto, devemos interpretar os coeficientes com cautela.¹⁸

FIGURA 9 – EVOLUÇÃO DA QUANTIDADE DE LEITOS NAS UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO D'OR)

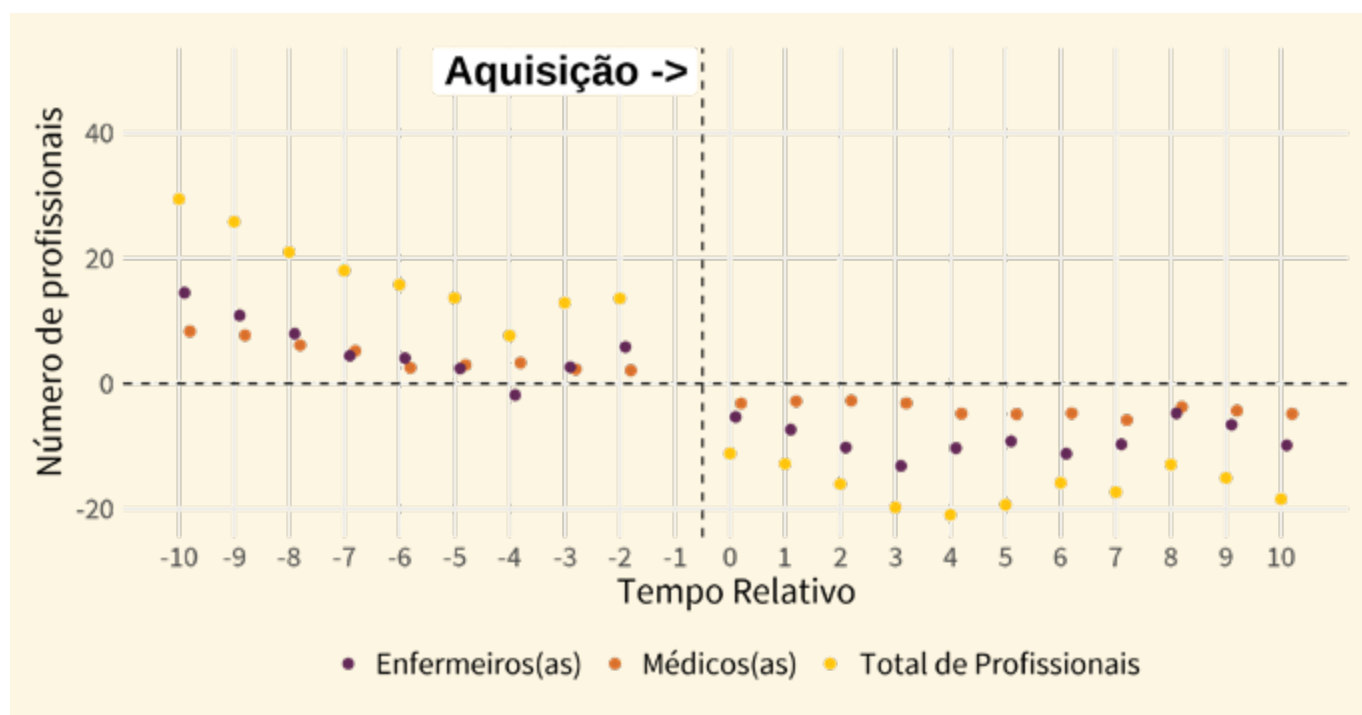


Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

18 As **FIGURAS S3 E S4** trazem as mesmas análises das Figuras 9 e 10, porém incluindo no gráfico os intervalos de confiança de cada coeficiente estimado.

A seguir apresentamos na **FIGURA 10** a evolução na quantidade de profissionais nas unidades adquiridas. Há uma tendência pré-aquisição de redução na quantidade de profissionais, o que poderia se tratar de uma antecipação à aquisição futura, ou consequência de uma condição econômica desfavorável para a unidade, por exemplo. Após a aquisição, a tendência no número de profissionais é estabilizada, todavia em patamar inferior ao observado pré-aquisição. Nota-se uma redução média no número de profissionais de cerca de 20 pessoas, correspondente a aproximadamente 10% dos profissionais de cada unidade adquirida. Considerando-se o intervalo de confiança das estimativas, apenas a redução no número total de profissionais é estatisticamente em parte dos períodos pós-aquisição analisados. Mais uma vez, ressalta-se a limitação das estimativas dada a reduzida quantidade de unidades.

FIGURA 10 – EVOLUÇÃO DA QUANTIDADE DE PROFISSIONAIS NAS UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO D'OR)



Fonte: CNES-Profissionais. Elaborado pelos autores.

2.4.4 NotreDame Hapvida

Histórico

O Grupo Hapvida teve sua origem na cidade de Fortaleza/CE no ano de 1979 com a inauguração da Clínica Antônio Prudente pelo médico oncológico Candido Pinheiro Koren de Lima.¹⁹ Em 1993, com o intuito de gerar demanda para o então Hospital Antônio Prudente, o grupo iniciou sua atuação como operadora de saúde suplementar.

A partir do ano 2000, a estratégia do Grupo Hapvida foi direcionada para a adoção da operadora de saúde suplementar como seu *core business*, servindo os hospitais para o atendimento dos beneficiários do grupo a um

¹⁹ <https://ri.hapvida.com.br/a-companhia/historico/>. Acesso em 02/04/2024.

custo competitivo. Esse movimento seria a base para o modelo de negócio verticalizado utilizado pela empresa até os dias atuais.

Contexto pré-2015 (ênfase em distribuição regional e capacidade)

A primeira aquisição do grupo fora do estado do Ceará ocorreu em 1999, com a compra do Hospital Antônio Prudente na cidade de Natal/RN. Na sequência, a expansão do Grupo Hapvida seguiu concentrada nas regiões Norte e Nordeste²⁰, estratégia que só mudaria após seu IPO em 2018. As principais fases da expansão pré-2015 são listadas a seguir na **TABELA S5**.

Contexto pós-2015 (ênfase em distribuição regional e capacidade)

A entrada de capital estrangeiro a partir da alteração da legislação vigente no ano 2015 criou um cenário positivo para o setor hospitalar brasileiro. O Grupo Hapvida intensificou sua expansão em direção às regiões Sudeste e Centro-Oeste. Vale ressaltar que em muitos casos as aquisições incluíram, além das instalações físicas, as carteiras de beneficiários das empresas alvo. Por exemplo, na aquisição do grupo São Francisco Saúde, atuante nas regiões Sudeste e Centro-Oeste, o grupo adicionou cerca de 800 mil beneficiários à sua carteira. Operação similar ocorreu com o Grupo São José, atuante na região paulista do Vale do Paraíba, que foi adquirido pela Hapvida e transferiu sua carteira de aproximadamente 50 mil vidas para o grupo adquirente. Destaca-se ainda a fusão com o Grupo NotreDame, atuante principalmente na região Sul, o que resultou na criação de um dos maiores conglomerados de saúde do país. O movimento se mostrou estratégico para ambos os grupos uma vez que possuíam portes similares (cerca de 6 milhões de pacientes cada grupo à época)²¹, bem como distribuições regionais complementares. O Grupo Hapvida teve sua origem e expansão inicial na Região Nordeste, enquanto o Grupo NotreDame priorizou sua expansão nas Regiões Sul e Sudeste. Apresentamos na **TABELA S6** as principais aquisições pós-2015.

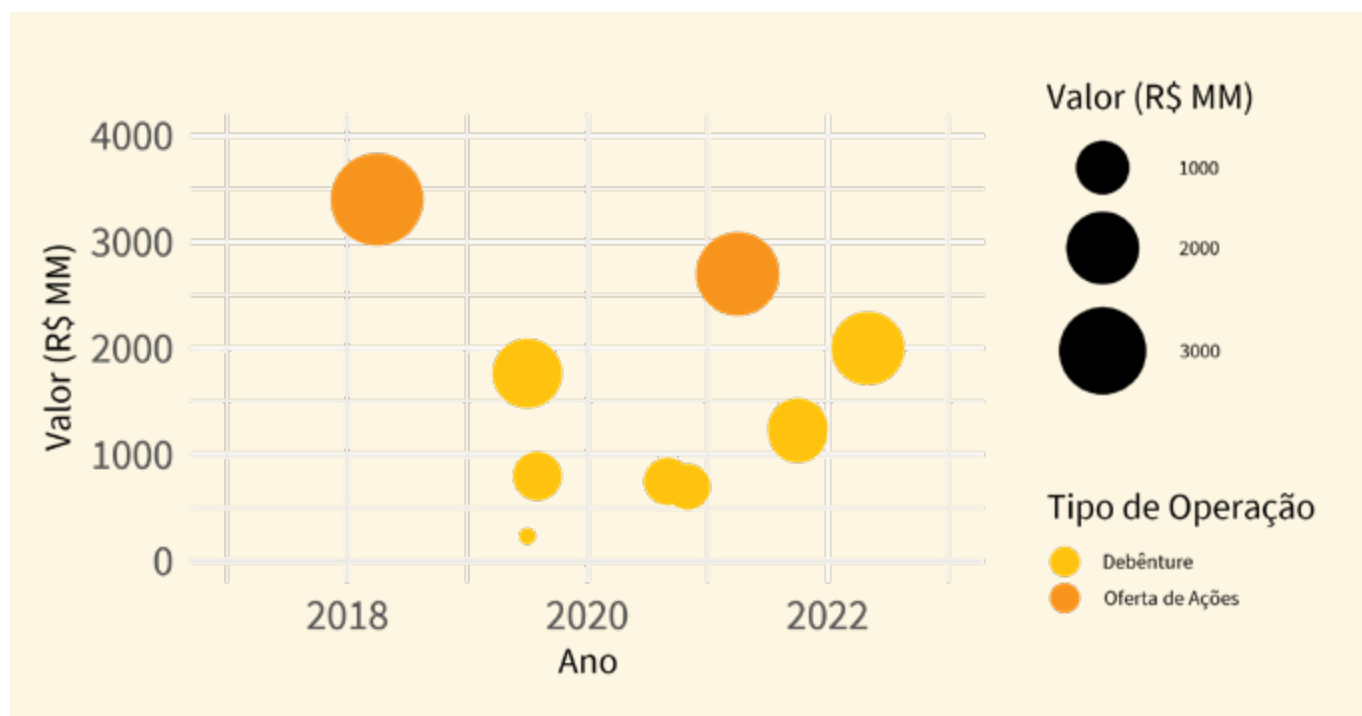
Além do investimento direto, a capitalização do Grupo Hapvida, apresentada na **FIGURA 11**, aconteceu também através da oferta de ações e emissão de dívida. Em 2018, em sua oferta inicial de ações, a empresa movimentou cerca de R\$ 3,4 bilhões.²² A empresa captou ainda cerca de R\$ 2,7 bilhões em oferta subsequente de ações no ano de 2021.

20 <https://plurall.com.br/plurall/hapvida-e-notre-dame-divulgam-sinergias-da-fusao/>.

21 <https://forbes.com.br/forbes-money/2021/02/hapvida-e-notre-dame-finalizam-acordo-de-fusao-que-pode-criar-o-maior-conglomerado-de-saude-do-pais/>; Acesso em 05/03/2024.

22 <https://g1.globo.com/economia/noticia/hapvida-precifica-ipo-em-r-2350-por-acao-e-movimenta-r-343-bilhoes.ghml>. Acesso em 05/03/2024.

FIGURA 11 – CAPTAÇÃO DE RECURSOS - GRUPO NOTREDAME HAPVIDA



Fonte: LSEG-Eikon. Elaborado pelos autores.

Além das duas ofertas de ações realizadas, o Grupo NotreDame Hapvida se capitalizou através da emissão de debêntures. A elevada alavancagem proporcionada pelo endividamento do grupo gera preocupações em parte do mercado, uma vez que as recorrentes emissões de dívida, principalmente voltadas para o plano de expansão da empresa, ainda não produziram os resultados esperados.²³

As aquisições realizadas pelo Grupo NotreDame Hapvida resultaram na expansão de sua capacidade operacional. Apresentamos as características das unidades no mês imediatamente anterior à aquisição na **TABELA 4**. As unidades adquiridas pelo Grupo NotreDame Hapvida tinham menor quantidade de leitos no momento da aquisição, quando comparadas com as unidades adquiridas pelo Grupo D'Or.

²³ <https://www.infomoney.com.br/mercados/hapvida-hapv3-venda-ativos-aumento-capital-destaca-opcoes-cenario-de-estresse-para-companhia-desempenho-acoas/>. Acesso em 15/02/2024.



TABELA 4 – ESTATÍSTICAS DESCRITIVAS – LEITOS E PROFISSIONAIS EM UNIDADES ADQUIRIDAS PELO GRUPO NOTREDAME HAPVIDA

Variável	Média	Desvio Padrão	Valor Mínimo	Valor Máximo	Mediana	Observações
Número de leitos (total)	99,95	74,80	6	451	91	41
Número de leitos (cirúrgicos)	25,05	20,35	0	98	22	41
Número de leitos (clínicos)	31,90	37,21	0	175	24	41
Número de leitos SUS (total)	1,85	6,62	0	37	0	41
Número de leitos SUS (cirúrgicos)	0,68	2,34	0	10	0	41
Número de leitos SUS (clínicos)	0,39	1,55	0	9	0	41
Número de profissionais (total)	138,82	394,52	1	4319	35	164
Profissionais de medicina	70,32	174,13	1	1547	29	157
Profissionais de enfermagem	67,51	171,55	1	1523	6	105

Notas: Dados obtidos da base de leitos do CNES. Valores referentes ao período (mês) imediatamente anterior ao mês de aquisição das unidades de saúde reportado na base LSEG-Eikon.

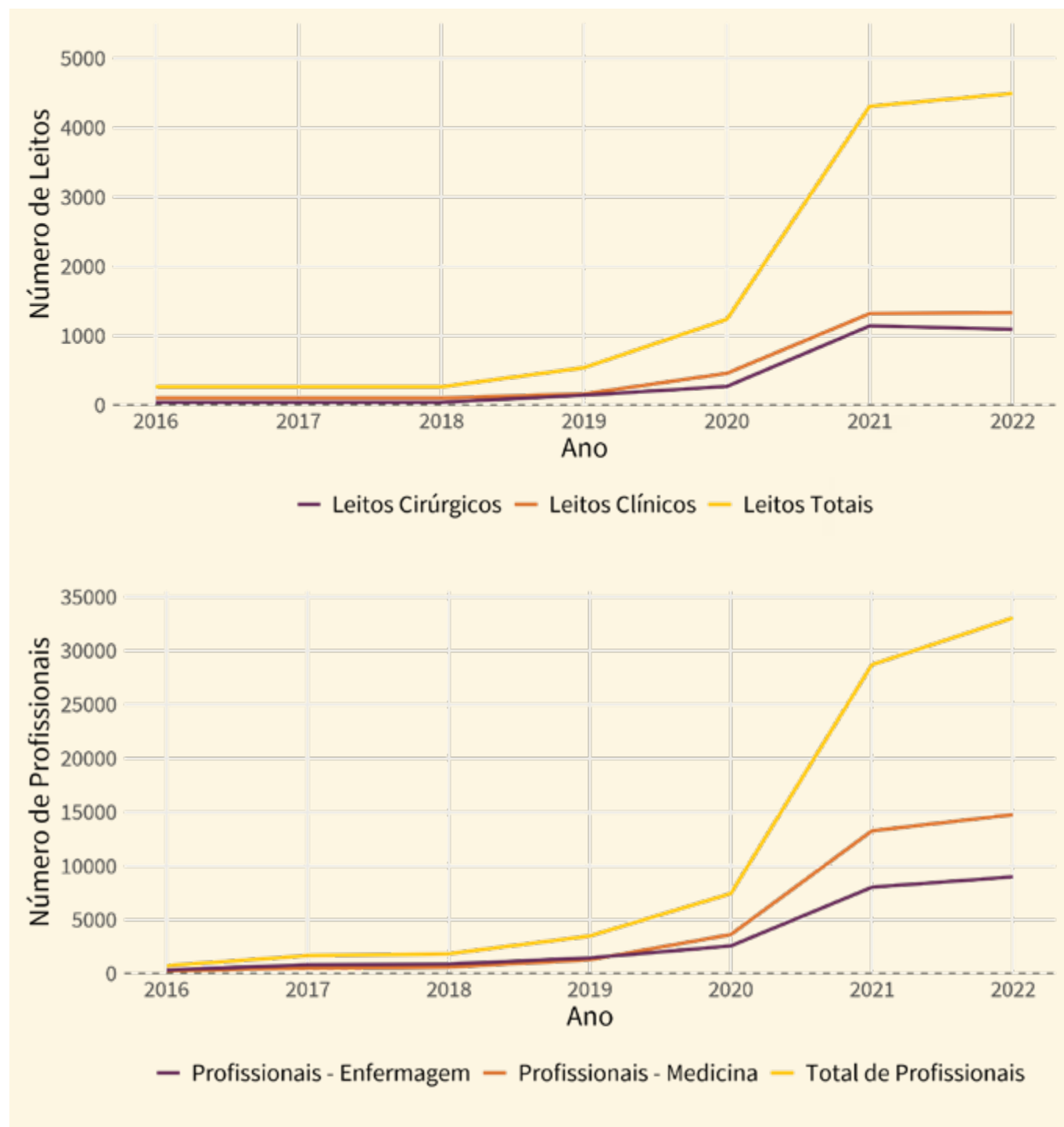
De acordo com os dados do CNES, a quantidade média de leitos das unidades adquiridas pela NotreDame Hapvida é de aproximadamente 100 leitos, dos quais 25 leitos cirúrgicos e 32 leitos clínicos. Outra informação relevante é que a quantidade de observações é menor que a quantidade de unidades adquiridas, pois parte dessas unidades é composta por centros de atendimento clínico, sem leitos disponíveis.

Analisando-se a quantidade de profissionais por unidade, observamos que o número médio de colaboradores por unidade também é inferior ao observado para as unidades adquiridas pelo Grupo D'Or. Na competência anterior à aquisição, as unidades adquiridas pela NotreDame Hapvida tinham em média 138 profissionais, dos quais cerca de 70 profissionais de medicina.

A seguir, apresentamos na **FIGURA 12** a evolução da quantidade de leitos adquiridos pelo grupo de acordo com os dados do CNES. As aquisições aumentaram a quantidade de leitos do Grupo em aproximadamente 4.500 unidades, dos quais aproximadamente 1.300 leitos clínicos, 1.100 leitos cirúrgicos.²⁴ Assim como os leitos, a quantidade de profissionais em unidades adquiridas também registrou um aumento considerável, em especial após a fusão com o GNDI anunciada em 2021, conforme apresentado ainda na **FIGURA 12**. Em 2022 o número total de profissionais provenientes de unidades adquiridas superou 33.000 colaboradores, incluindo profissionais do GNDI. Do total de profissionais, aproximadamente 14.700 eram profissionais de medicina e cerca de 9.000 de enfermagem.

24 Assim como para o Grupo D'Or, a quantidade de leitos SUS nas unidades adquiridas também é muito pequeno para o Grupo Hapvida (**FIGURA S5**).

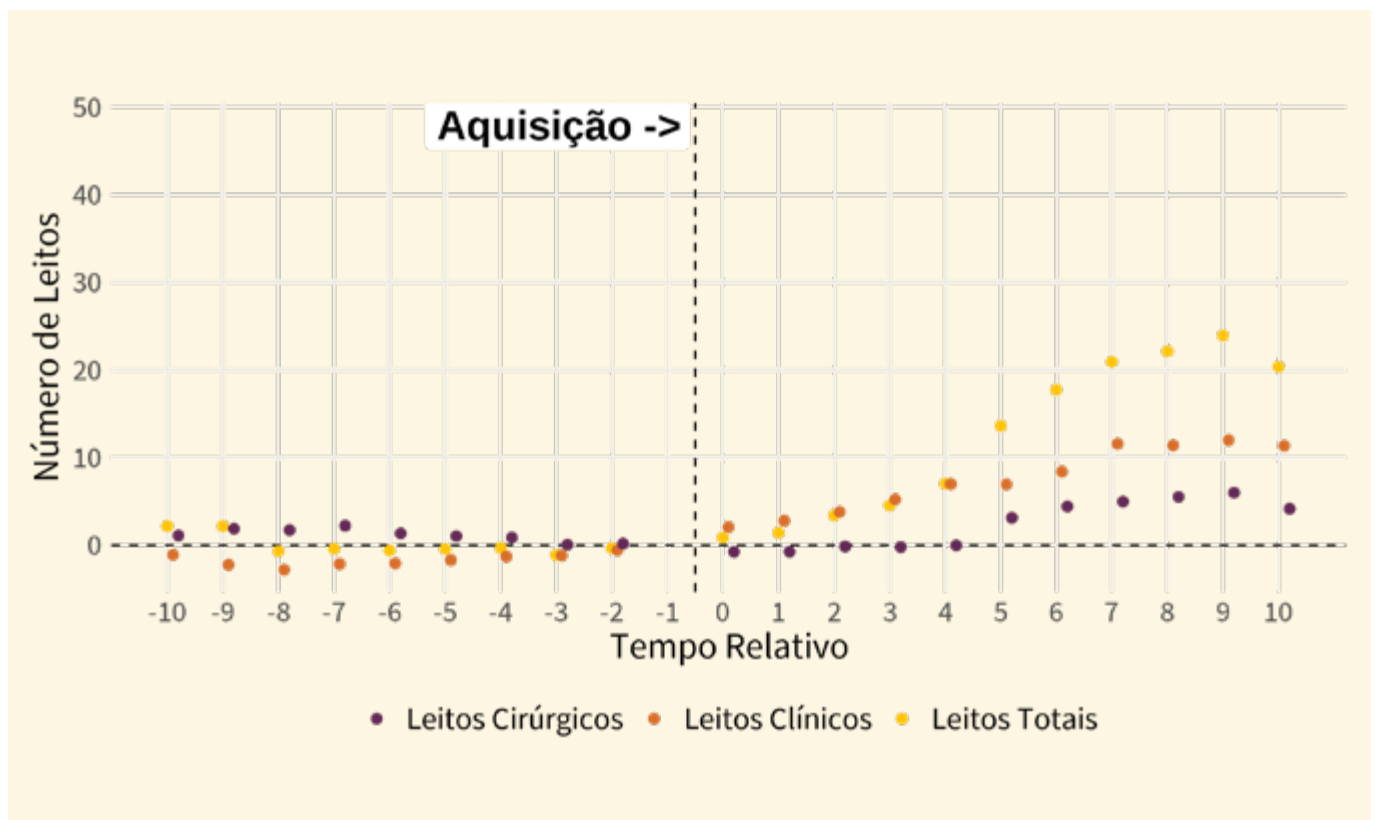
FIGURA 12 – EVOLUÇÃO DE LEITOS E PROFISSIONAIS PROVENIENTES DE UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO NOTREDAME HAPVIDA)



Fonte: CNES-Leitos e CNES-Profissionais.
Elaborado pelos autores.

As unidades adquiridas pelo grupo apresentam uma tendência pré-aquisição de redução no número de leitos clínicos e no número de profissionais, independentemente do tipo de profissional analisado. Uma vez adquiridas, ocorre um aumento no número de leitos clínicos e cirúrgicos, e uma redução continuada no número total de profissionais atuantes em cada unidade, enquanto a quantidade de profissionais de medicina e de enfermagem se estabiliza num patamar inferior ao existente anteriormente à aquisição. Apresentamos essas tendências nas **FIGURAS 13 E 14**. O aumento observado de cerca de 20 leitos representa em média aproximadamente 20% do total de leitos existentes nas unidades no período pré-aquisição. Observa-se ainda um aumento percentual semelhante para leitos clínicos e cirúrgicos, embora os coeficientes não sejam estatisticamente significantes dados os intervalos de confiança apresentados.²⁵

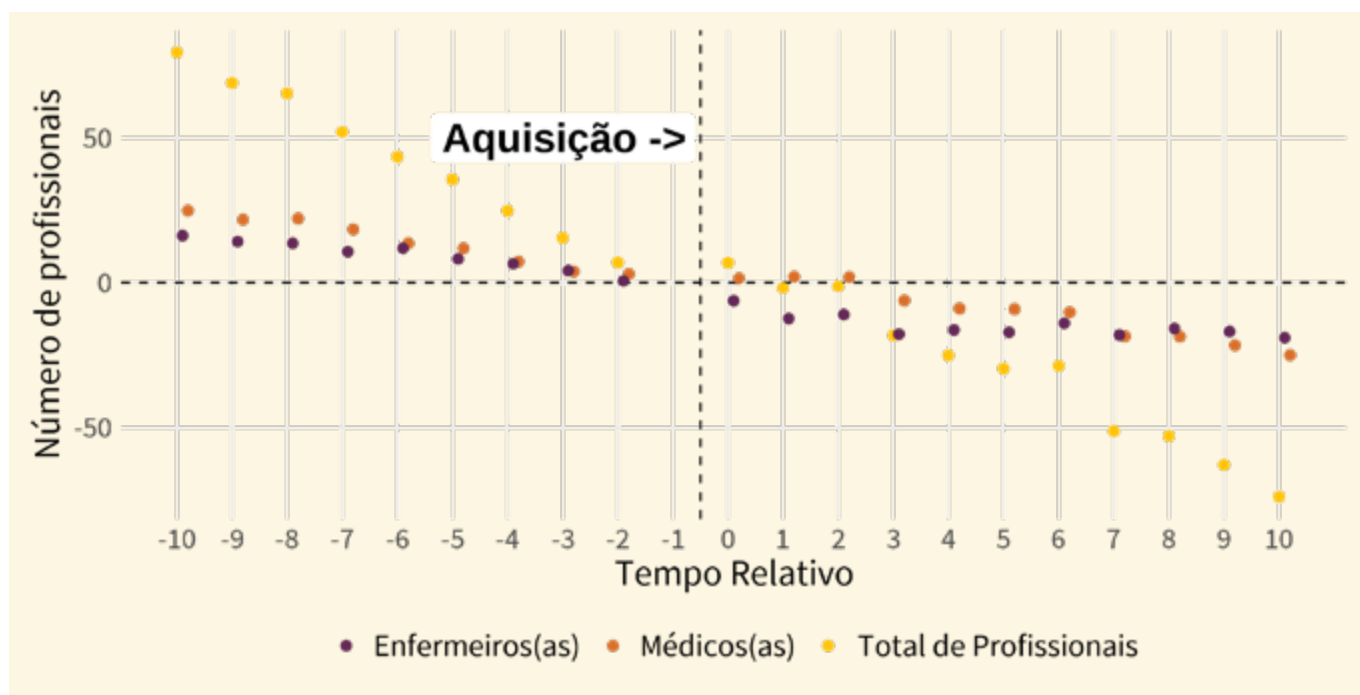
FIGURA 13 – EVOLUÇÃO DA QUANTIDADE DE LEITOS NAS UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO NOTREDAME HAPVIDA)



Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

25 As **FIGURAS S6 E S7** trazem as mesmas análises das **FIGURAS 13 E 14**, mas com a inclusão da representação gráfica dos intervalos de confiança das estimativas.

FIGURA 14 – EVOLUÇÃO DA QUANTIDADE DE PROFISSIONAIS NAS UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO NOTREDAME HAPVIDA)



Fonte: CNES-Profissionais. Elaborado pelos autores.

Por fim, observamos uma tendência de redução do número total de profissionais, tal qual para as unidades adquiridas pelo Grupo D'Or. Os coeficientes estimados sugerem uma redução da ordem de 20 enfermeiros(as), 25 médicos(as) e 73 profissionais no total, correspondente a aproximadamente 30% dos profissionais de enfermagem, 35% dos profissionais de medicina e 50% do total de profissionais. Novamente, é necessário considerar a limitação das estimativas por conta da amostra reduzida.

2.4.5 Análise Comparativa

Observou-se no mercado um movimento de expansão em direção a regiões distantes da região de origem dos grupos. A **FIGURA 15** corrobora essa observação ao apresentar a quantidade de leitos adquiridos após 2015 em cada um dos estados do país. Na figura é possível identificar que o Grupo D'Or, além de intensificar sua presença na sua região de origem (Sudeste), iniciou uma expansão para as regiões Nordeste, Sul e Centro-Oeste. Em contrapartida, o Grupo Hapvida, com origem na região Nordeste, expandiu em direção ao Sul e Sudeste, especialmente após a fusão com o GNDI (focado prioritariamente nessas regiões).

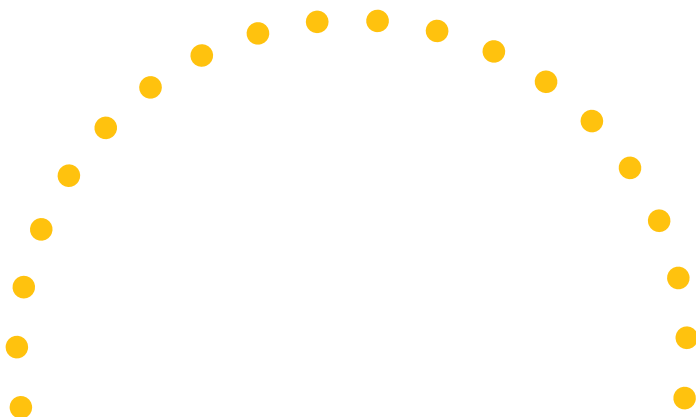
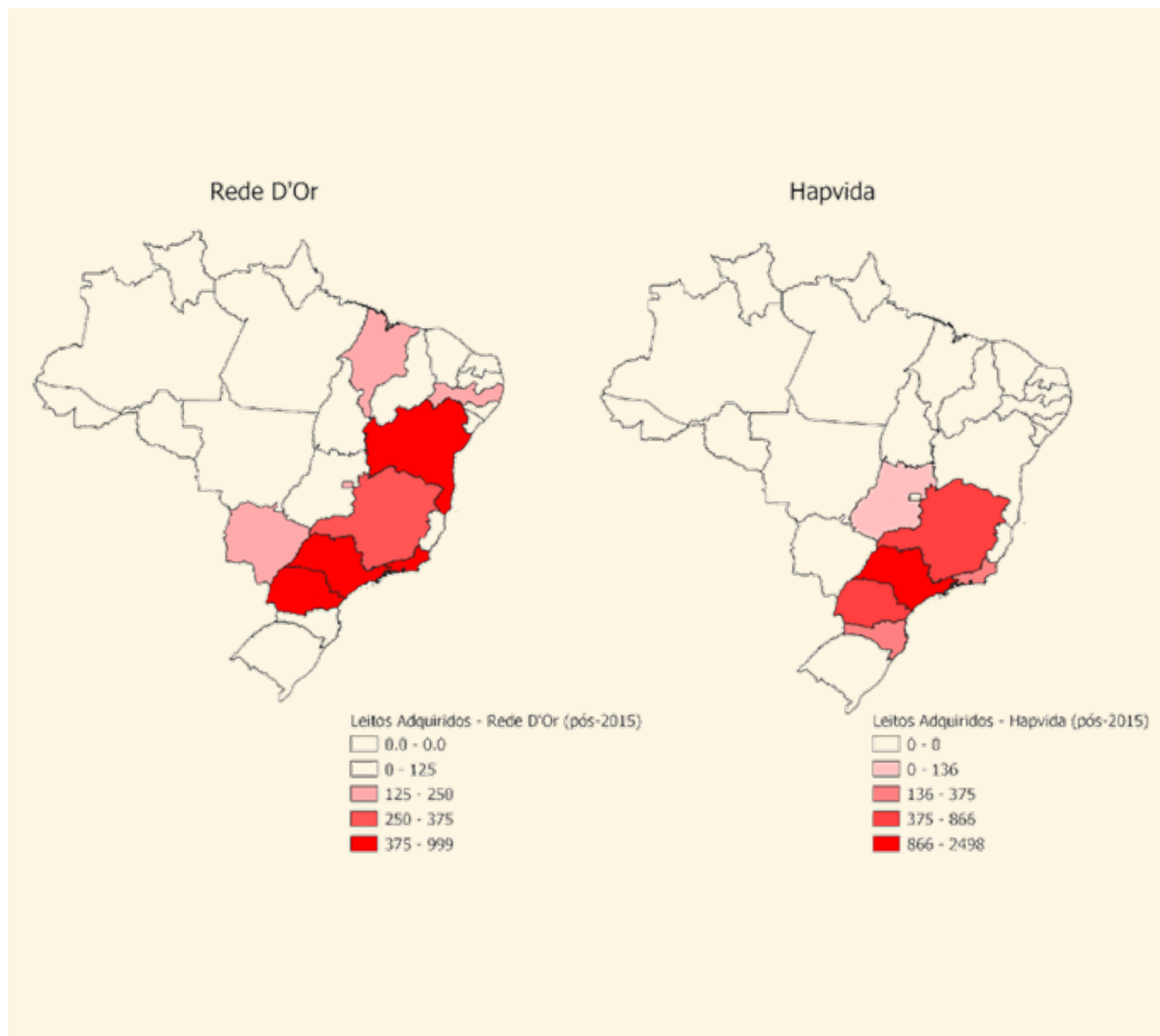


FIGURA 15 –MAPAS COM DISTRIBUIÇÃO DE LEITOS ADQUIRIDOS APÓS 2015

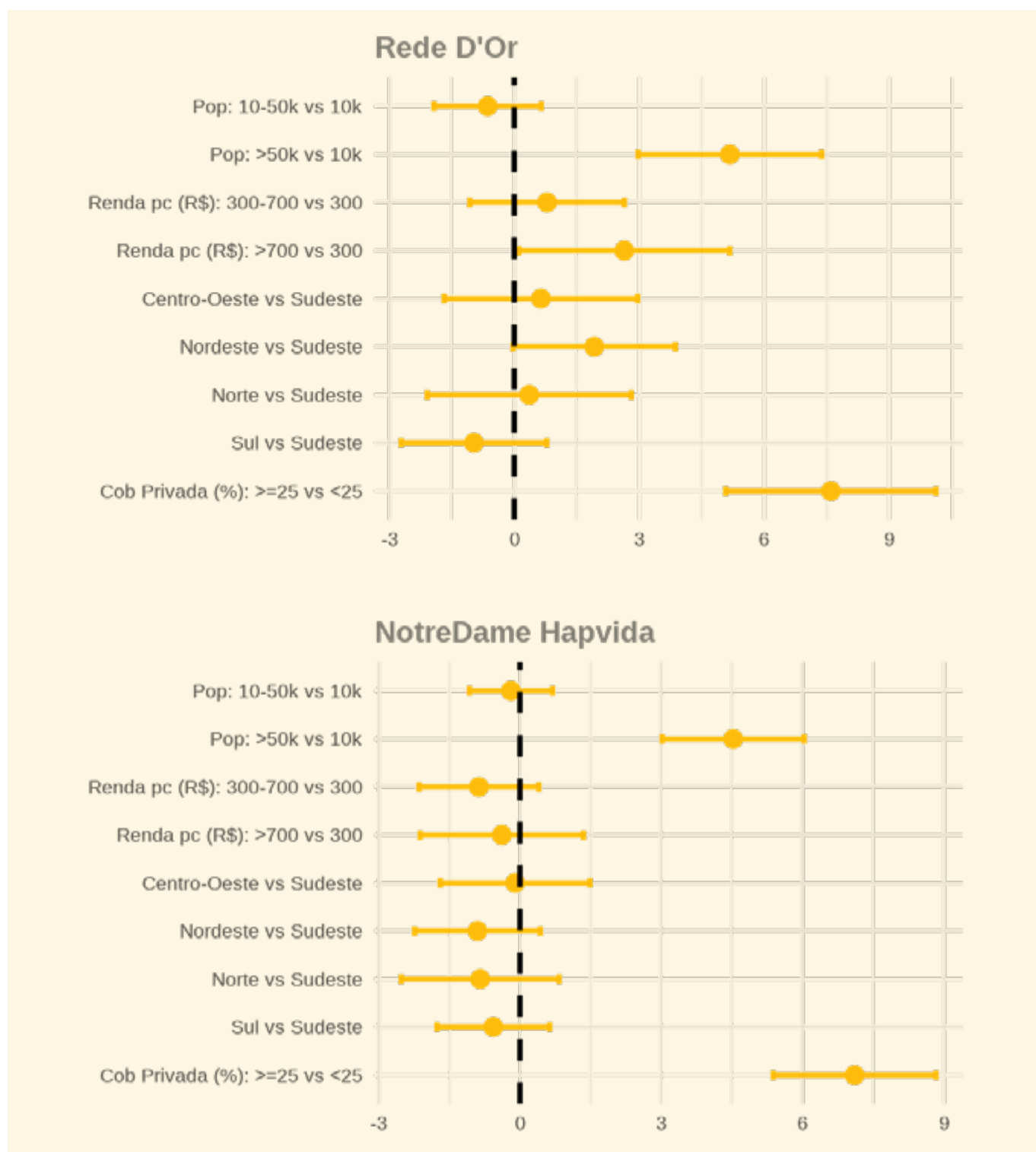


Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

Além da distribuição geográfica, analisamos a seguir as características dos municípios em que os grupos realizaram suas aquisições. A **FIGURA 16** mostra que o Grupo D'Or adquiriu unidades em municípios com maior população, maior renda per capita e maior cobertura de planos de saúde privados. Já para o Grupo Notredame Hapvida as características municipais mais relevantes para a aquisição foram tamanho da população e cobertura privada de seguro elevados.



FIGURA 16 – FATORES ASSOCIADOS COM A AQUISIÇÃO DE LEITOS



Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

2.5

Discussão



Os dados coletados e analisados ao longo do presente trabalho caracterizam mudanças na dinâmica do setor privado de saúde, em especial do setor hospitalar, entre 2010 e 2022. Destaca-se, ainda, a análise dos impactos da abertura do mercado hospitalar para investimentos diretos de capital estrangeiro.

Ilustramos a partir dos dados analisados o movimento de consolidação do setor hospitalar ocorrido no período. Em suma, os principais grupos elevaram suas participações de mercado, enquanto o número total de leitos disponíveis em unidades hospitalares do setor privado diminuiu. O movimento foi ainda acompanhado da diminuição de mercados com baixa concentração e aumento de mercados com elevada concentração, em especial àqueles com HHI maiores que 7000 (mercados em condições mais próximas a um monopólio).

Parte desse movimento ocorreu por conta da intensificação do volume de operações de fusões e aquisições associada ao investimento de fundos de *Private Equity* estrangeiros e aberturas de capital de alguns dos principais grupos atuantes no país. Notou-se ainda um maior papel de empresas do setor financeiro na aquisição de unidades hospitalares, bem como uma mudança no formato de captação de recursos por parte de grupos como Grupo D'Or/Sulamérica e NotreDame Hapvida. Tais grupos substituíram, ao menos parcialmente, suas estratégias de crescimento orgânico, venda de ativos e captação de empréstimos junto ao IFC, por captações através de ofertas de ações, emissões de debêntures e fusões com parceiros estratégicos.

As consequências da mudança no perfil de investimento no setor ainda são incertas, uma vez que eventos como os desinvestimentos de fundos de *private equity* e a própria sustentabilidade dos modelos de negócio atuais ainda são questionados no mercado (Borsa et al., 2023; Braun et al., 2021; Gondi & Song, 2019; Kannan et al., 2023). Há ainda que se avaliar as consequências para grupos e pequenas empresas não envolvidas nas operações dos grandes grupos, uma vez que os hospitais de pequeno porte já apresentavam uma tendência de redução de suas participações no total de leitos privados no país antes mesmo antes da liberação da entrada de capital estrangeiro no setor hospitalar. A sustentabilidade das operadoras regionais

e mesmo de prestadores diante da nova realidade em que o mercado se encontra ainda é incerta.

No intuito de avançar a compreensão dos movimentos que se seguem aos eventos de fusões e aquisições, apresentamos estudos de caso dos dois grupos mais ativos na aquisição de novas unidades, Grupo D'Or / Sulamérica e NotreDame Hapvida. Para ambos, a entrada de capital estrangeiro inicialmente estimulou uma maior captação de recursos dos grupos, de maneiras diversas. Os grupos direcionaram suas aquisições para mercados que não eram atendidos por suas empresas e atualmente possuem em seu portfólio tanto empresas prestadoras de serviços de saúde, como seguradoras. Essa dualidade de atuação, embora esteja presente desde o início da operação do Grupo NotreDame Hapvida, é algo recente para o Grupo D'Or, o que deve ser avaliado em estudos futuros.

As diferenças entre os grupos também ficaram evidentes na análise da quantidade de leitos e profissionais antes e após aquisições. Unidades adquiridas pelo Grupo D'Or tiveram suas quantidades de leitos cirúrgicos aumentadas, sugerindo uma priorização do grupo para uma maior comercialização de serviços de elevada complexidade e consequentemente maior valor agregado. Em contrapartida, nessas mesmas unidades houve redução no número de leitos clínicos e complementares, bem como no número de profissionais (que se estabilizou num patamar inferior ao patamar anterior à aquisição), o que pode estar associado com a busca por otimização operacional das unidades, mas que vai de encontro à hipótese de que o investimento estrangeiro traria benefícios como a expansão de serviços para a população.

Para a NotreDame Hapvida, por sua vez, observou-se que após a aquisição de unidades hospitalares houve aumento tanto no número de leitos cirúrgicos, quanto de leitos clínicos. Observou-se uma redução significativa no total de profissionais atuantes nas unidades. Como no presente trabalho utilizamos dados do CNES, são analisados apenas profissionais diretamente vinculados às unidades. A redução no número de profissionais poderia sugerir tanto o corte de colaboradores, quanto uma eventual terceirização de serviços. Sendo o modelo de negócio do Grupo NotreDame Hapvida verticalizado, a primeira opção parece ser a mais plausível, embora os dados e métodos utilizados não permitam testar esta hipótese. Ressalta-se, mais uma vez, as limitações das conclusões acerca das alterações no número de leitos e profissionais por conta da limitação da amostra existente.

Embora as análises apresentem a correlação entre as aquisições e as mudanças na quantidade de leitos previamente discutidas, faz-se necessária uma maior compreensão dos efeitos da consolidação de mercado e das fusões e aquisições no acesso à saúde de maneira geral. Futuros estudos devem avaliar, por exemplo, o impacto da consolidação nas operadoras e prestadores incumbentes, a mudança nos custos da assistência médica para os usuários do sistema privado, bem como os eventuais impactos sofridos pelo sistema público de saúde diante da nova realidade do setor de saúde privado.



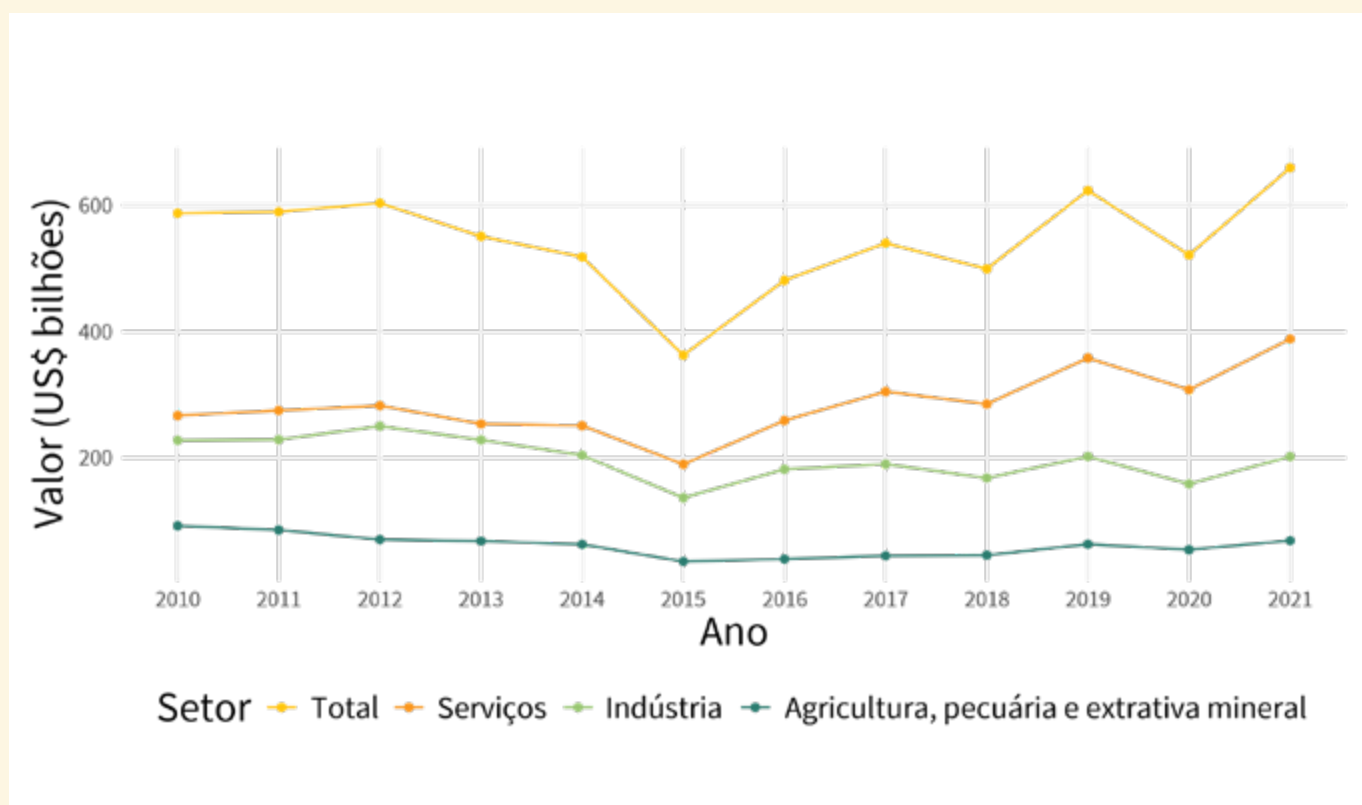
Referências

- Baer, W., & Rangel, G. B. (2001). Foreign investment in the age of globalization: The case of Brazil. *Latin American Business Review*, 2, 83–99. https://doi.org/10.4324/9780203725306_9
- Borsa, A., Bejarano, G., Ellen, M., & Bruch, J. D. (2023). Evaluating trends in private equity ownership and impacts on health outcomes, costs, and quality: Systematic review. *Bmj*. <https://doi.org/10.1136/bmj-2023-075244>
- Braun, R. T., Jung, H. Y., Casalino, L. P., Myslinski, Z., & Unruh, M. A. (2021). Association of Private Equity Investment in US Nursing Homes with the Quality and Cost of Care for Long-Stay Residents. *JAMA Health Forum*, 2(11), E213817. <https://doi.org/10.1001/jamahealthforum.2021.3817>
- Câmara dos Deputados. (2015). *Projeto de Lei no 1721/2015*.
- Castro, P. G. de, Fernandes, E. A., & Campos, A. C. (2013). The Determinants of Foreign Direct Investment in Brazil and Mexico: An Empirical Analysis. *Procedia Economics and Finance*, 5(13), 231–240. [https://doi.org/10.1016/S2212-5671\(13\)00029-4](https://doi.org/10.1016/S2212-5671(13)00029-4)
- Costa, I., & De Queiroz, S. R. R. (2002). Foreign direct investment and technological capabilities in Brazilian industry. *Research Policy*, 31(8–9), 1431–1443. [https://doi.org/10.1016/S0048-7333\(02\)00073-2](https://doi.org/10.1016/S0048-7333(02)00073-2)
- Eliason, P. J., Heebsh, B., McDevitt, R. C., & Roberts, J. W. (2020). How Acquisitions Affect Firm Behavior and Performance: Evidence from the Dialysis Industry. *Quarterly Journal of Economics*, 135(1), 221–267. <https://doi.org/10.1093/qje/qjzo34>
- Ferreira, L. F. (2020). *Delimitação de Mercados Relevantes de Planos de Saúde e Análise de Concentração*. Fundação Getúlio Vargas.
- Gondi, S., & Song, Z. (2019). Potential Implications of Private Equity Investments in Health Care Delivery. *JAMA - Journal of the American Medical Association*, 321(11), 1047–1048. <https://doi.org/10.1001/jama.2019.1077>
- Gupta, A., Howell, S. T., Yannelis, C., & Gupta, A. (2023). Owner Incentives and Performance in Healthcare: Private Equity Investment in Nursing Homes. *The Review of Financial Studies*. <https://doi.org/10.1093/rfs/hhdo82>
- Hiratuka, C. (2008). *Foreign Direct Investment and Transnational Corporations in Brazil: Recent Trends and Impacts on Economic Development* (Issue Discussion Paper Number 10).
- Kannan, S., Bruch, J. D., & Song, Z. (2023). Changes in Hospital Adverse Events and Patient Outcomes Associated With Private Equity Acquisition. *JAMA*, 330(24), 2365–2375. <https://doi.org/10.1001/jama.2023.23147>
- La Forgia, A., & Bodner, J. (2023). Getting Down to Business: Chain Ownership and Fertility Clinic Performance. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.4428107>
- Silva Filho, E. B. da. (2015). Trajetória recente do investimento estrangeiro direto e em carteira no Brasil. *Boletim de Economia e Política Internacional*, 19(Jan/Abr.), 5–20. http://repositorio.ipea.gov.br/bitstream/11058/5262/1/BEPI_n19_Trajetória.pdf



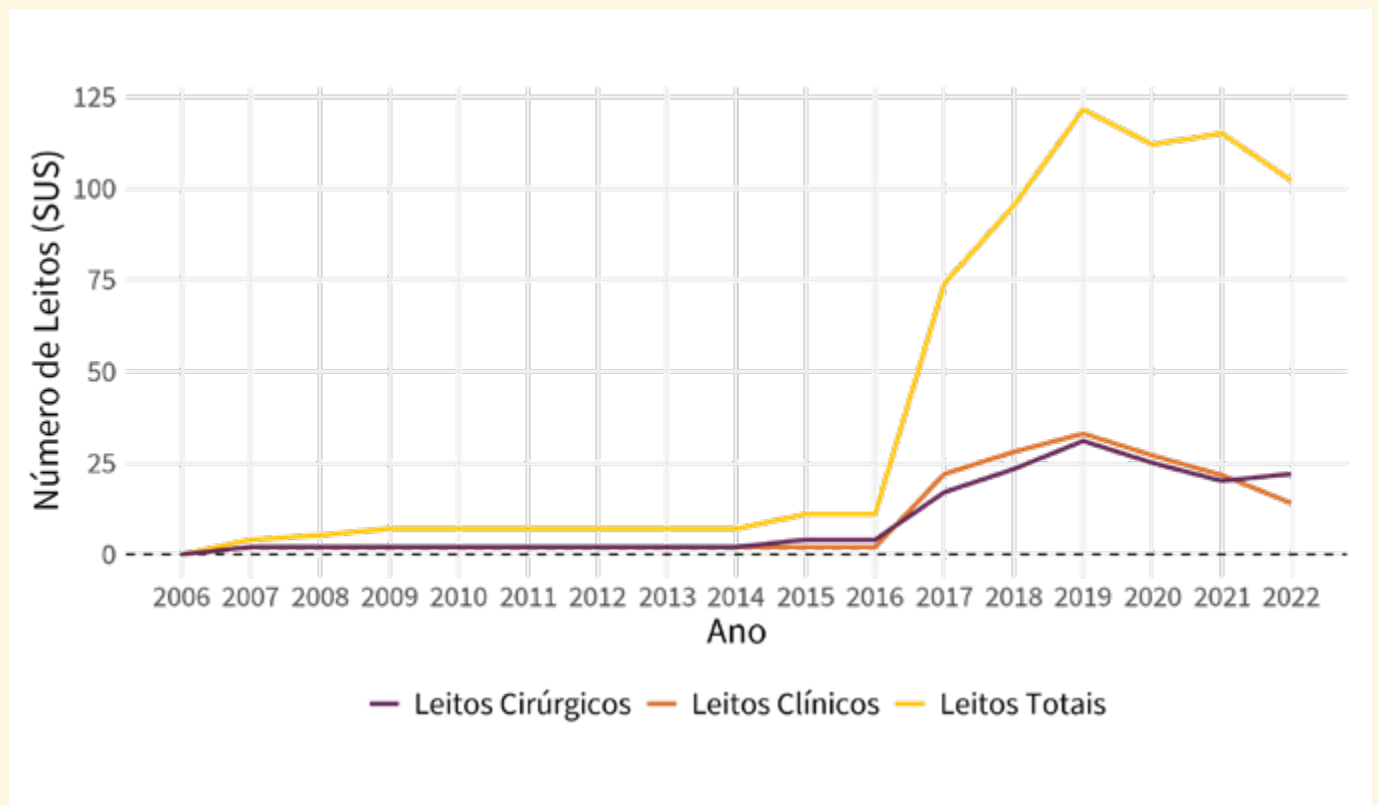
Material Suplementar

FIGURA S1 – INVESTIMENTO ESTRANGEIRO DIRETO (PARTICIPAÇÃO NO CAPITAL)



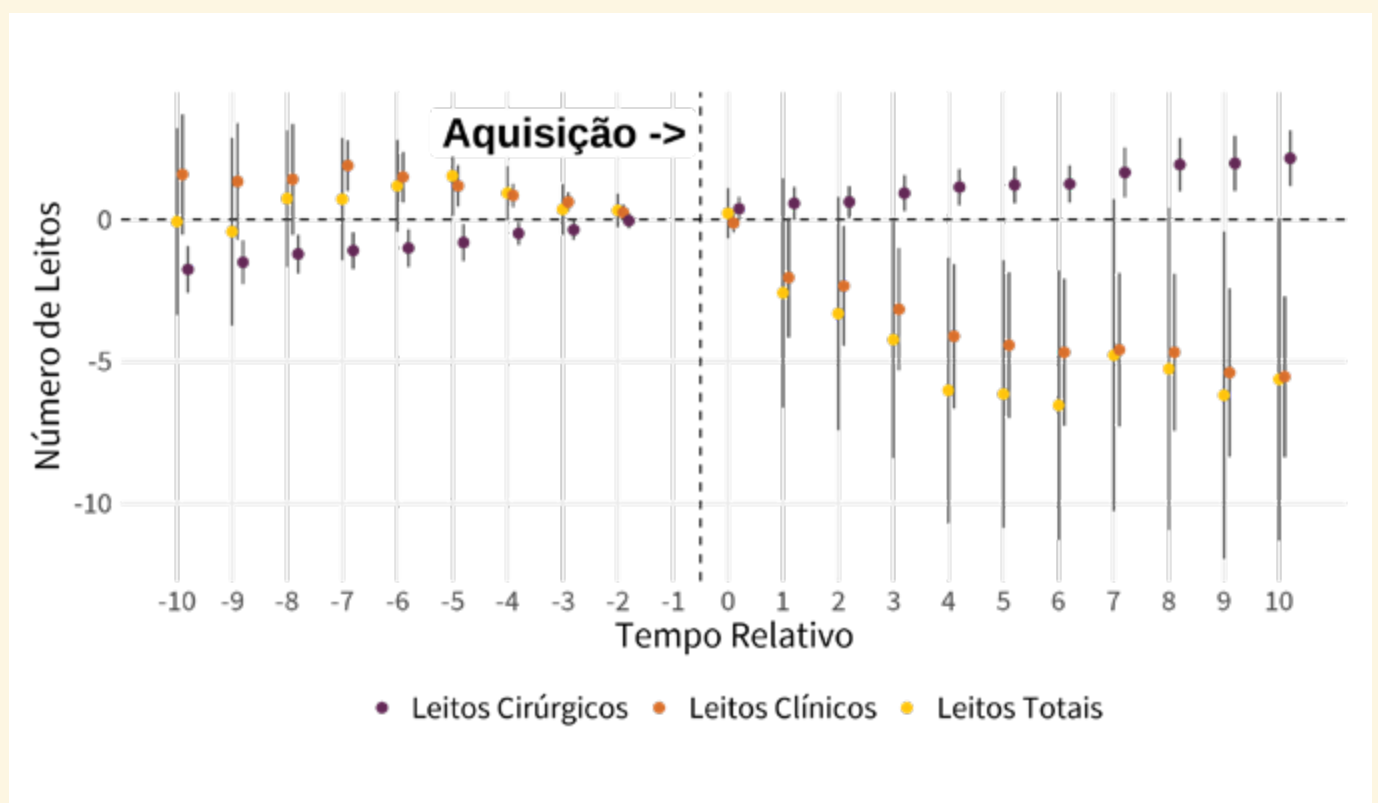
Fonte: Relatório de Investimento Direto, Banco Central do Brasil (2022). Elaborado pelos autores.

FIGURA S2 - EVOLUÇÃO DE LEITOS SUS PROVENIENTES DE UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO D'OR)



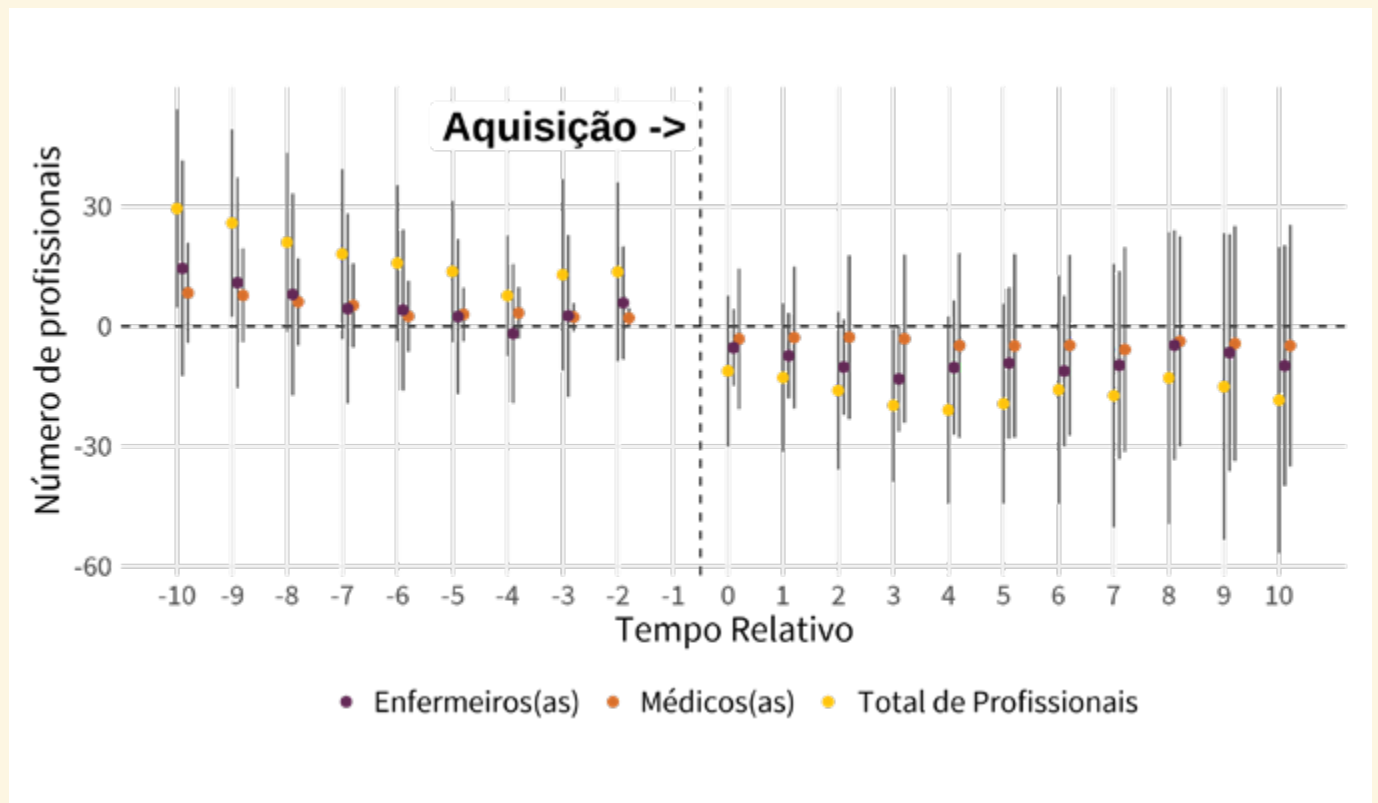
Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

FIGURA S3 - EVOLUÇÃO DE LEITOS (GRUPO D'OR)



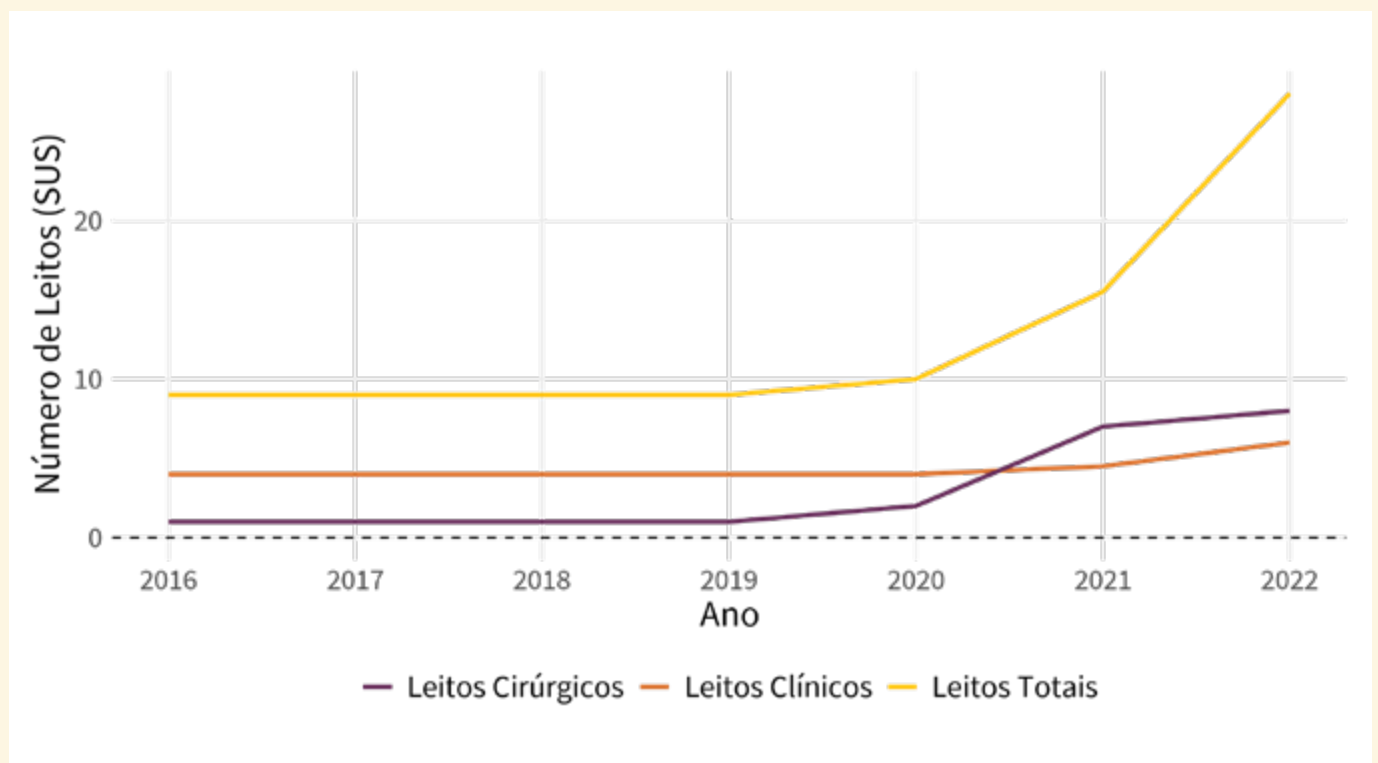
Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

FIGURA S4 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE PROFISSIONAIS (GRUPO D'OR)



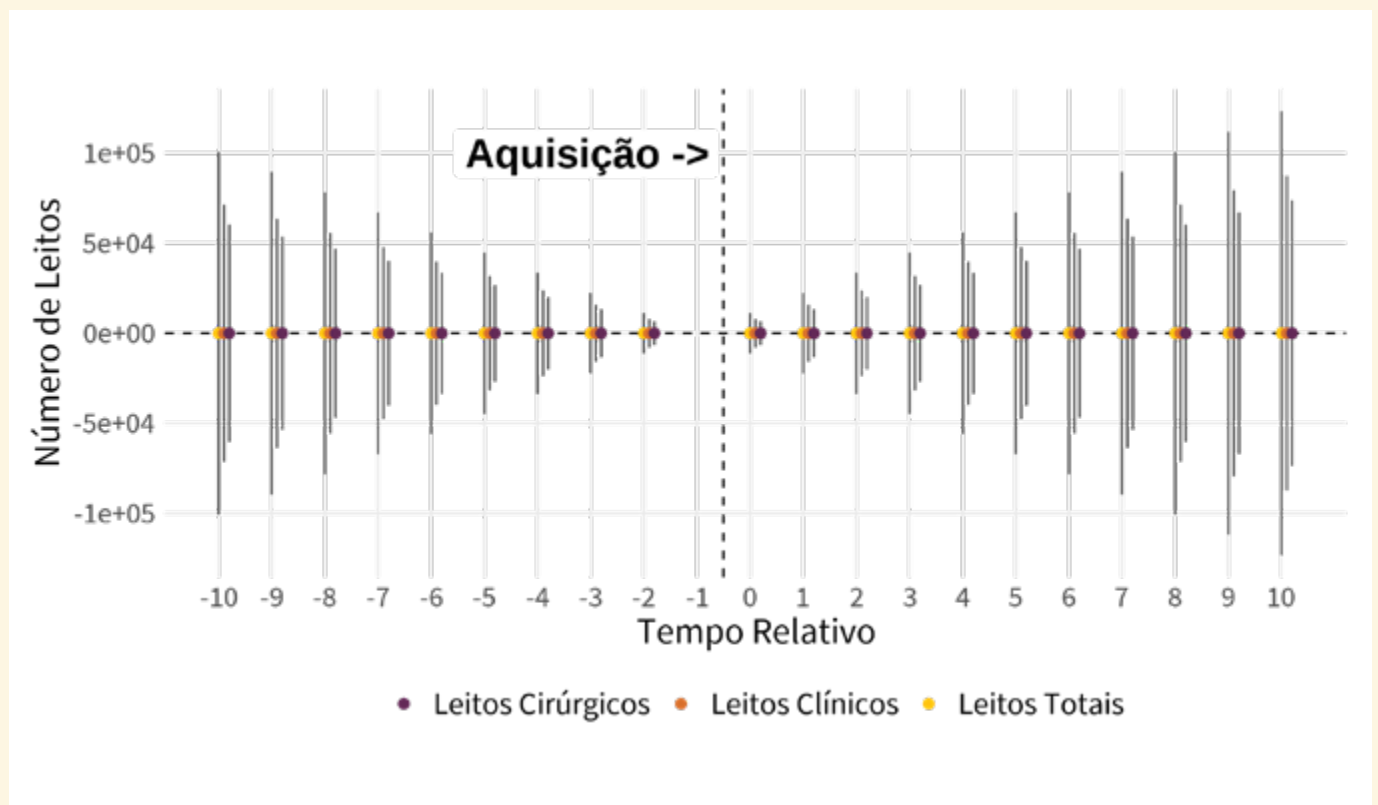
Fonte: CNES-Profissionais. Elaborado pelos autores.

FIGURA S5 - EVOLUÇÃO DE LEITOS SUS PROVENIENTES DE UNIDADES ADQUIRIDAS (GRUPO NOTREDAME HAPVIDA)



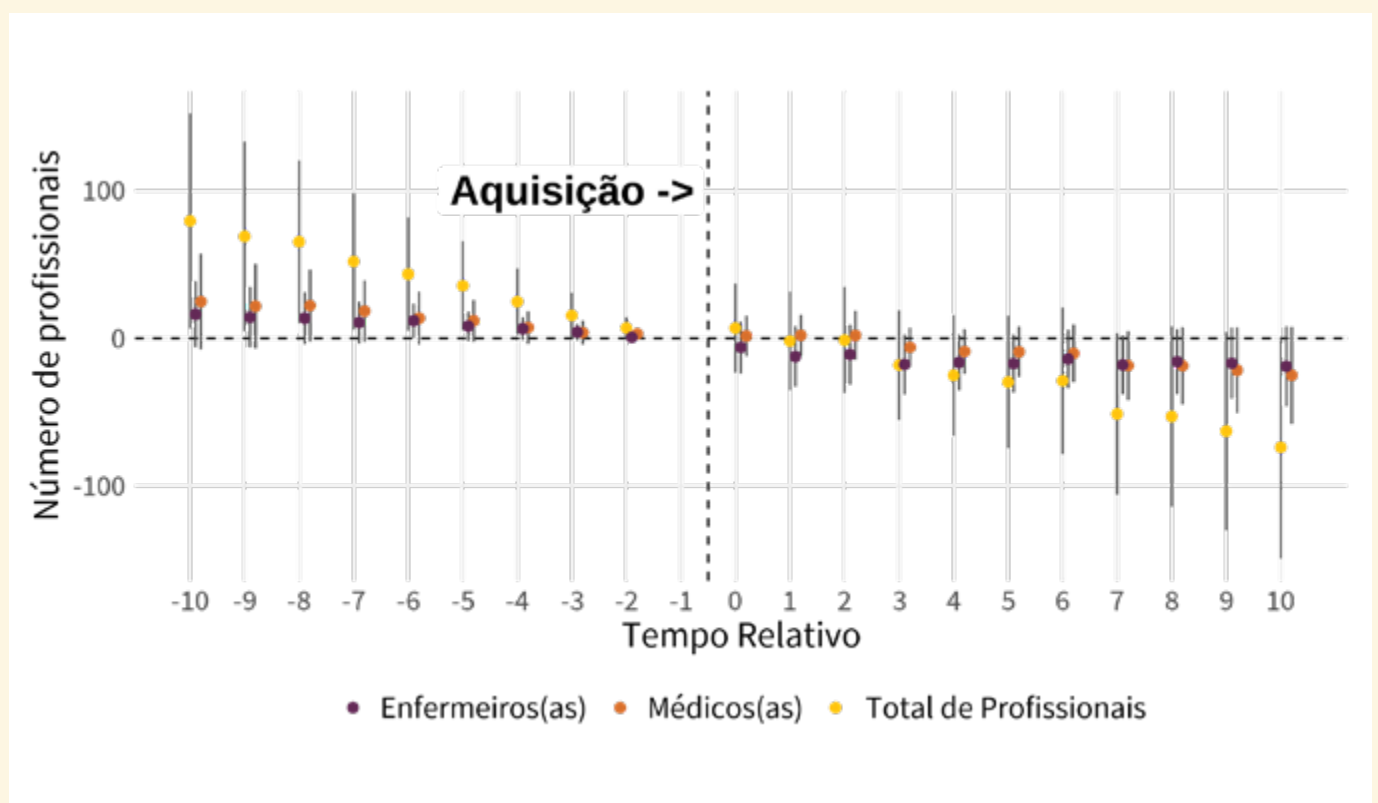
Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

FIGURA S6 - EVOLUÇÃO DE LEITOS (NOTREDAME HAPVIDA)



Fonte: CNES-Leitos. Elaborado pelos autores.

FIGURA S7 - EVOLUÇÃO DO NÚMERO DE PROFISSIONAIS (NOTREDAME HAPVIDA)



Fonte: CNES-Profissionais. Elaborado pelos autores.



TABELA S1 – AQUISIÇÕES GRUPO D'OR (PRÉ-2015)

Fase	Ano	Tipo de Evento	Terceiros Envolvidos	Descrição
Expansão – PE	2007	Aquisição	Hospitais Esperança, São Marcos e Prontolinda	Primeira expansão da Rede D'Or para praças diferentes do Rio de Janeiro
Expansão – SP	2010	Aquisição	Grupo São Luiz	Rede D'Or adquire Grupo São Luiz por valor estimado pelo mercado da ordem de US\$ 570 milhões
	2011	Aquisição	Hospital viValle	Aquisição de hospital de 60 leitos em São José dos Campos
	2012	Aquisição	Hospital Nossa Senhora de Lourdes e Hospital da Criança	Adquiridos 90% e 70% de participação repectivamente (ambos localizados em São Paulo)
	2013	Aquisição	Oncorad Serviços em Radioterapia e Centro Oncológico do Vale	Aquisição de participação em serviços de Oncologia em São Paulo e Vale do Paraíba
	2014	Aquisição	Hospital Sino-Brasileiro e Hospital Villa Lobos	Os hospitais localizados em Osasco e São Paulo, respectivamente, foram adquiridos por cerca de R\$ 700 milhões ²⁶
Expansão – Brasília	2012	Aquisição	Hospital do Coração, Hospital Santa Luzia, Medgrupo Participações e Acreditar Oncologia	A expansão para a cidade de Brasília ocorreu inicialmente em 2012

Fonte: CNES, Linkana e website próprio do Grupo D'Or²⁷. Elaborado pelos autores.

²⁶ <https://exame.com/colunistas/primeiro-lugar/rede-d-8217-or-compra-mais-dois-hospitais/>; Acesso em 09/09/2023.

²⁷ <https://www.rededorsaoluiz.com.br/>



TABELA S2 – PRINCIPAIS EVENTOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS – GRUPO D’OR (PRÉ-2015)

Fase	Ano	Player Envolvido	Descrição
Venda de ativos e participação societária e primeiro empréstimo junto ao IFC	2010	Fleury	Venda da empresa Labs D’Or por valor aproximado de R\$ 400 milhões. ²⁸
	2010	BTG Pactual	Compra de 25,6% da Rede D’Or por R\$ 600 milhões. ²⁹
	2010	IFC	Empréstimo de aproximadamente US\$ 30 milhões.
Captação de recursos através da venda de ativos imobiliários para grupos estrangeiros	2012	NorthWest International Healthcare Properties of Canada	Aquisição da estrutura física do Hospital e Maternidade de Brasil em Santo André/SP pelo valor estimado de US\$ 121 milhões (sale and leaseback transaction).
	2013	NorthWest International Healthcare Properties of Canada	Aquisição da estrutura física de três hospitais da rede pelo valor estimado de US\$ 202 milhões.
Nova rodada de tomada de empréstimos junto ao IFC	2014	IFC	Empréstimo de US\$ 250 milhões.

Fonte: LSEG-Eikon e website próprio do Grupo D’Or³⁰. Elaborado pelos autores.

28 <https://www.investe.sp.gov.br/noticia/carlyle-fica-com-8-da-rede-dor-por-r-1-7-bi/>, acessado em 09/09/2023.

29 <https://exame.com/negocios/btg-pactual-conclui-venda-da-rede-d-or-sao-luiz-para-gic/>, acessado em 09/09/2023.

30 <https://www.rededorsaoluiz.com.br/>.



TABELA S3 – AQUISIÇÕES GRUPO D'OR (PÓS-2015)

Fase	Ano	Tipo de Evento	Terceiros Envolvidos	Descrição
Aquisições nas regiões Sudeste e Centro-Oeste	2015	Aquisição	Hospital e Maternidade Bartira e Hospital Santa Helena	Aquisição de hospitais em São Bernardo do Campo e Brasília.
	2016	Aquisição	Salus Oncologia	Aquisição de rede de serviços oncológicos no Rio de Janeiro por aproximadamente US\$ 3 milhões.
Início de operação nas regiões Norte e Nordeste	2017	Aquisição	Hospital São Rafael	Aquisição de hospital em Salvador/BA.
	2018	Aquisição	UDI Hospital, Laboratório Richet, Samer Serviço de Assistência Médica	Expansão no Rio de Janeiro com a retomada da empresa no setor de diagnósticos e entrada no estado do Maranhão através da aquisição da empresa UDI.
Intensificação de aquisições em múltiplas praças	2019	Aquisição	São Lucas Médico Hospitalar (SE), Hospital das Clínicas Rio Mar Barra (RJ), Cardio Pulmonar (BA), Hospital Aviccena (SP), Unidade Neonatal Lagoa (RJ), Casa de Saúde Laranjeiras (RJ), Hospital São Carlos (CE), Hospital Santa Cruz (PR), Serviço de Hemodinâmica do Batel (PR), Qualicorp	A empresa intensificou sua expansão no Rio de Janeiro com a aquisição de três hospitais e chegou à nova praça de Sergipe. Expandiu ainda no Nordeste com a aquisição do Hospital São Carlos em Fortaleza e na região Sul com múltiplas aquisições. Em 2019, a Rede D'Or realizou por fim a aquisição de cerca de 10% da operadora Qualicorp.
	2020	Aquisição	Hospital Aliança (BA), Clínica São Lucas (RJ), Hospital Vila Iolanda (SP), Cardio Pulmonar da Bahia (BA)*, Hospital Dr. Balbino (RJ), Clivale Prosaúde (BA), Hospital América (SP), Hospital Antônio Afonso (SP)	A intensificação de investimentos ocorreu no segundo semestre de 2020, próximo ao IPO da empresa, com destaque para investimentos nas praças do Rio de Janeiro, São Paulo e Bahia.
	2021	Aquisição	Biocor (MG), Hospital Nossa Senhora das Neves (PB), Serra Mayor (SP), Proncor (MS), Hospital Santa Emília / Amigo Assistência Médica (BA), Centro de Imagem Diagnósticos AS (MG), Hospital Aliança (BA)*, Hospital Novo Atibaia (SP), Amha Saúde (SP), Hospital Aeroporto (BA), Hospital Santa Isabel (SP), Hospital Memorial Arthur Ramos (AL)	Aquisição em diversas praças, em especial avançando na região Nordeste.
Integração com Grupo Sulamérica e início da atuação de forma verticalizada	2022	Aquisição	Hospital Santa Marina (MS), Sul América AS	Integração com a seguradora Sul América AS

Fonte: CNES, Linkana e website próprio do Grupo D'Or³¹. Elaborado pelos autores.

31 <https://www.rededorsaoluiz.com.br/>; Acesso em 15/04/2024.



TABELA S4 - PRINCIPAIS EVENTOS DE CAPTAÇÃO DE RECURSOS - GRUPO D'OR (PÓS-2015)

Fase	Ano	Player Envolvido	Descrição
Início de captação de recursos através de investidores estrangeiros	2015	The Carlyle Group LP	Valor estimado da operação de US\$ 600 milhões (aquisição de 8% da empresa).
	2015	GIC – Singapore	Valor estimado da operação de US\$ 510 milhões (aquisição de 16% da empresa pertencentes ao BTG Pactual e Família Moll).
	2015	GIC – Singapore	Valor estimado da operação de US\$ 617 milhões (aquisição de 12% da empresa pertencentes ao BTG Pactual).
Negociação de estrutura física de unidade hospitalar do Grupo com parceiro estrangeiro	2018	NorthWest International Healthcare Properties of Canada	Aquisição da estrutura física do Hospital São Luiz - Morumbi pelo valor estimado de US\$ 69 milhões.
Abertura de Capital e oferta secundária de ações	2020	IPO	Oferta de ações na B3 que movimentou aproximadamente R\$ 11,4 bilhões.
	2021	Oferta de ações	Nova oferta de ações cerca de 6 meses após o IPO, com valor aproximado de R\$ 4,9 bilhões.

Fonte: LSEG-Eikon e website próprio do Grupo D'Or³². Elaborado pelos autores.

TABELA S5 - AQUISIÇÕES GRUPO NOTREDAME HAPVIDA (PRÉ-2015)

Fase	Ano	Tipo de Evento	Terceiros Envolvidos	Descrição
Expansão – RN	1999	Aquisição	Hospital Antônio Prudente (RN)	Primeira aquisição fora do Estado do Ceará
Expansão – BA	2000	Aquisição	Hospital Teresa de Lisieux (BA)	Aquisição de hospital em Salvador/BA
Expansão – Região Norte	2005	Aquisição	Hospital São Lucas (AM)	Aquisição de Hospital no Amazonas
	2007	Aquisição	Hospital Layr Maia (PA)	Aquisição de Hospital no Pará
Expansão – Regiões Nordeste e Norte	2008 – 2011	Aquisição	Hospital Espinheiro (PE), Hospital Ilha do Leite (PE), Hospital Capibaribe e Hospital do Cabo – Grupo São Lucas (PE), Hospital Vasco Lucena (BA), Santa Casa de Misericórdia (BA)	Fortalecimento da presença do grupo nas regiões Nordeste e Norte
	2012 – 2013	Aquisição	Hospital Aldeota (CE), Hospital Riomar (PA), Hospital João Pessoa (PB)	
	2014	Aquisição	Hospital Luís França (CE), Hospital Fleming (AM)	

Fonte: LSEG-Eikon e website próprio do Grupo NotreDame Hapvida³³. Elaborado pelos autores.

32 <https://www.rededorsaoluiz.com.br/>; Acesso em 15/04/2024.

33 <https://ri.hapvida.com.br/a-companhia/historico/>; Acesso em 15/04/2024.



TABELA S6 - AQUISIÇÕES GRUPO NOTREDAME HAPVIDA (PÓS-2015)

Fase	Ano	Tipo de Evento	Terceiros Envolvidos	Descrição
Expansão – Regiões Norte e Nordeste	2017	Aquisição	Hospital SEMED (BA)	Expansão ainda concentrada na região de origem do grupo
	2019	Aquisição	Hospital de Paraupebas (PA), Plamed (SE)	
Expansão – Regiões Sudeste e Centro-Oeste	2019	Aquisição	Grupo São Francisco (SP), Grupo América (GO), Medical (SP)	Primeiras aquisições nas regiões Sudeste e Centro-Oeste, marcando posicionamento estratégico da companhia de se expandir em direção às demais regiões do país
	2020	Aquisição	Grupo São José (SP), Grupo Promed (MG), Hospital Santa Filomena (SP), Hospital Nossa Senhora Aparecida (GO)	
Expansão – Regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste	2021	Integração	Grupo Notre Dame Intermédica (Região Sul)	Integração das operações do Grupo Hapvida com o GNDI e a intensificação de investimentos nas regiões Sul, Sudeste e Centro-Oeste
	2021 - 2022	Aquisição	Hospital Madrecor (MG), Hospital Viventi (DF), Grupo HB Saúde (SP), Hospital e Maternidade Octaviano Neves (BH)	

Fonte: LSEG-Eikon e website próprio do Grupo NotreDame Hapvida³⁴. Elaborado pelos autores.

34 <https://ri.hapvida.com.br/a-companhia/historico/>; Acesso em 15/04/2024.