

30 de maio a 3 de junho 2022

Mudança estrutural e participação do capital estrangeiro no setor de serviços de saúde brasileiro: uma análise das operações patrimoniais no período 1999-2018

Felipe Kamia*;
Marco Antonio Vargas**;
Jorge Britto***

Resumo: O objetivo do artigo é analisar o processo de mudança estrutural no setor privado de serviços de saúde brasileiro, a partir de uma caracterização da evolução do arcabouço institucional que regula a participação do capital estrangeiro em saúde e da análise das operações patrimoniais envolvendo empresas do setor de saúde brasileiro. Transformações no modelo político-institucional, associadas com um aumento do processo concentração e centralização de capital permitiram a ampliação da participação do capital estrangeiro nos serviços de saúde desde o início dos anos 2000 e a emergência de corporações de saúde com atividades em hospitais, ambulatórios, medicina diagnóstica e planos de saúde. O artigo contribui para a literatura da relação público privado em saúde ao utilizar uma extensa base de microdados para analisar as operações patrimoniais (fusões, aquisições majoritárias, aquisições minoritárias e IPOs) na área dos serviços de saúde brasileiro e identificar um padrão na forma de relação entre as empresas de serviços de saúde e fundos financeiros. Com base na análise, o artigo confirma a hipótese de pesquisa de que a entrada do capital estrangeiro é anterior a alteração na lei que abre o mercado de serviços de saúde no Brasil.

Palavras-chave: Serviços de Saúde, Operações Patrimoniais, Mudança Estrutural, Capital Estrangeiro

Código JEL: L89; G34, F21

Área Temática: 3.3 (estratégias empresariais)

Structural changes and foreign capital participation in the Brazilian health services sector: an analysis of equity transactions between 1999-2018

Abstract: The article's objective is to analyze the process of structural change in the Brazilian private health services sector. We discuss the evolution of the institutional framework that regulates the participation of foreign capital in health and analyze equity operations involving companies in the Brazilian health sector. Institutional transformations, associated with the process of concentration and centralization of capital, allowed the expansion of foreign capital participation in health services since the beginning of the 2000s and the emergence of health corporations with activities in hospitals, clinics, diagnostic medicine, and health plans. The article contributes to the public-private relationship literature in health care by using an extensive micro database to analyze equity operations in the Brazilian health services. A new pattern in the relationship between health service companies and financial funds emerged. Based on the analysis, the article confirms the research hypothesis that the entry of foreign capital precedes the change in the law that opened the health services market in Brazil.

Keywords: Health Services, Equity Transactions, Structural Change, Foreign Capital

* PPGE/UFF e CEE/Fiocruz. E-mail: fkamia@id.uff.br.

** PPGE/UFF. E-mail: mvargas@economia.uff.br

*** PPGE/UFF. E-mail: britto.jorge@gmail.com

1. Introdução

Este artigo analisa o processo de mudança estrutural no setor privado de serviços de saúde brasileiro, tendo em vista a relação entre a evolução político-institucional recente do sistema de saúde brasileiro, e o movimento de conglomeração e financeirização observado neste setor entre 1999 e 2018.

O final da década de 90 foi um período de grande transformação na economia brasileira e no segmento dos serviços de saúde. O período é marcado por um amplo processo de abertura comercial e financeira e por políticas econômicas ortodoxas e de corte liberal. No Brasil, a constituição de 1988 institucionalizou a saúde como um direito de todos e um dever do Estado. Apesar de definir o acesso universal, integral e equânime à Saúde como um direito constitucional, o espaço de atuação para a livre iniciativa privada na saúde foi resguardado. Nos serviços de saúde, a regulamentação e implementação do SUS a partir dos anos 90 caminha em conjunto com a expansão dos serviços privados de atenção a saúde e dos planos de saúde. A criação da Agência Nacional de Saúde (ANS), em 1999, fecha esse período, com a institucionalização e regulação do mercado de operação e intermediação de planos de saúde.

Ao longo das últimas décadas, as transformações institucionais, tecnológicas e econômicas geram novas necessidades de financiamento e organização da produção e inovação nos serviços privados de saúde. Argumenta-se nesse artigo, que tais necessidades induziram movimentos de conglomeração e de entrada de capital estrangeiro nos serviços de saúde, promovendo uma mudança estrutural no sistema de saúde brasileiro. À luz deste contexto, o artigo busca aprofundar o conhecimento sobre a natureza da participação do capital estrangeiro nos serviços de saúde brasileiro, especialmente no período posterior ao conjunto de alterações que institucionalizou a saúde suplementar e a ANS no Brasil, na virada do século XX para o XXI.

A saúde representa 9% dos empregos diretos formais; 1/3 do esforço de pesquisa do País e 9,2% do PIB brasileiro (GADELHA ET AL, 2021). A análise da dinâmica competitiva na área da saúde constitui um grande desafio tanto do ponto de vista acadêmico como no tocante aos seus aspectos político-normativos tendo em vista a articulação virtuosa entre saúde e desenvolvimento. O estudo do setor de serviços de saúde se insere como um elemento chave para compreensão desta articulação, na medida em que o setor assume uma dimensão integradora da produção e inovação geradas nos demais segmentos do Complexo Econômico-Industrial da Saúde (GADELHA, 2021, VARGAS ET AL, 2021). Apesar das atividades do CEIS contemplarem um conjunto significativo de indústrias, com destaque para a indústria farmacêutica e a indústria de equipamentos médicos, somente quando a produção e tecnologia em saúde é incorporada como serviço de atenção, prevenção ou promoção à saúde é que se realiza e se torna riqueza material para a sociedade (GADELHA et al, 2012).

O sistema de saúde brasileiro se revela como uma rede complexa de prestadores e compradores de serviços públicos e privados, financiada majoritariamente por recursos privados, que competem entre si (PAIM ET AL, 2011). As empresas e instituições privadas de saúde, além de oferecer serviços de atenção à saúde através do pagamento direto ou dos planos e seguros de saúde privados, ofertam serviços para o SUS, remunerados pelo setor público. Ao mesmo tempo, parte da demanda por saúde dos serviços privados, especialmente a de maior complexidade sanitária e tecnológica, são atendidas por estabelecimentos públicos ou serviços privados conveniados ao sistema público. Essa combinação público-privada específica é resultado de um amplo processo histórico de formação do sistema de saúde (MENICUCCI, 2007) e vai muito além das relações de compra e venda de serviços entre os agentes, envolvendo desde o sistema de formação e treinamento de profissionais de saúde ao desenvolvimento e difusão de inovações no sistema de saúde (BAHIA, 2001). Nesse sentido, o estudo da dinâmica do setor privado de saúde no Brasil é um importante elemento para a entender a evolução da

relação público-privada em saúde e suas consequências para o SUS.

O mercado de serviços privados de saúde se refere as formas de produção e gestão de atividades de atenção à saúde humana¹ que tem por objetivo atender a determinada demanda ou clientela restrita. O ponto primordial é o pagamento pela utilização dos serviços, que pode assumir diferentes modalidades, desde a compra direta pelo usuário ao prestador de serviço, até a intermediação de planos de saúde.

Podemos diferenciar as atividades de serviços em dois grupos. O primeiro se refere aos estabelecimentos que produzem serviços de atenção à saúde e ofertam esse serviço diretamente à população ou a outros estabelecimentos de saúde. Esse grupo pode ser subdividido entre os hospitais, ambulatórios e serviços de apoio ao diagnóstico e tratamento. O segundo grupo se refere aos planos de saúde (Operadoras Planos de Saúde, ou OPS). As atividades desse grupo são reguladas desde 1999 pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS).

As mudanças estruturais observadas no segmento de serviços de saúde estão associadas a três dimensões inter-relacionadas: (i) a dimensão econômica, produtiva e tecnológica, com a introdução de inovações que geram novas oportunidades aumentam a apropiabilidade nos serviços de saúde, alterando suas formas de organização, processos, produtos e mercados; (ii) a dimensão demográfica e epidemiológica da população, que se traduzem em novas demandas de cuidado de saúde; (iii) a dimensão institucional, que envolve desde a atuação de governos e das agências regulatórias até aspectos culturais como a percepção do direito à saúde pela sociedade.

A interação entre as dimensões econômica, produtiva e tecnológica com a dimensão institucional e da demanda por saúde conforma uma estrutura e estabelece tendências para os sistemas nacionais de saúde, transformando simultaneamente a dinâmica econômica do Complexo Econômico-Industrial da Saúde (GADELHA et al, 2012, GADELHA, 2021). Portanto, a dinâmica de reprodução do segmento dos serviços de saúde é condicionada pelas características dos modelos assistenciais adotados e pelo contexto histórico e espacial onde está inserido.

Argumenta-se neste artigo que transformações importantes no modelo político-institucional, associadas com um aumento do processo concentração e centralização de capital permitiram a ampliação da participação do capital estrangeiro e a emergência de corporações de saúde com atividades em hospitais, ambulatórios, medicina diagnóstica e planos de saúde. Tal processo de mudança estrutural no setor de serviços e planos de saúde traz importantes implicações para as relação público-privada no âmbito do sistema nacional de saúde.

A promulgação da lei 13.097, em janeiro de 2015 promoveu alterações significativas no sistema de saúde brasileiro ao abrir, de forma irrestrita, o mercado de serviços de saúde brasileiro ao capital estrangeiro. Com base na literatura sobre a relação público-privada no sistema de saúde brasileiro adotamos a hipótese de que, não obstante o fato da abertura ter ocorrido a partir de 2015, a participação do capital estrangeiro nos serviços em saúde no Brasil já era observada na década de 2000. Para testar a hipótese de pesquisa, o artigo analisa uma base de operações patrimoniais (fusões, aquisições majoritárias e minoritárias, IPOs e outras operações envolvendo negociações de ações) envolvendo empresas com atividade em serviços de atendimento à saúde.

A literatura sobre o processo de financeirização de empresas sugere que o investimento

¹ Segundo a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (CNAE), as atividades de atenção à saúde humana. “compreende as atividades de hospitais gerais ou especializados que permitem internações de longa ou curta duração, hospitais psiquiátricos, centros de medicina preventiva, consultórios médicos e dentários, clínicas médicas e outras atividades ambulatoriais. Os locais onde são prestadas essas atividades possuem infraestrutura para internação e realização de cirurgias ou para a realização de diagnósticos, procedimentos cirúrgicos e tratamentos médicos. Esta divisão compreende também as atividades praticadas por todos os profissionais relacionados à área da saúde, as atividades de apoio à gestão de saúde e as de práticas integrativas e complementares à saúde humana” (IBGE, 2019)

de fundos financeiros para promoção de operações de fusões e aquisições, em meio ao acirramento de disputas concorrentiais é um instrumento importante para o crescimento de empresas não financeiras (HIRATUKA et al, 2015). Com base no estudo de caso da evolução da AMIL, um dos grandes grupos do mercado de serviços de saúde brasileiro, Bahia et al (2016) conclui que a concentração e internacionalização de empresas de planos de saúde no Brasil conferiram-lhes feição financeira.

Segundo a abordagem da firma baseada em recursos, as empresas realizam aquisições de outras empresas com o objetivo de obter recursos que possam produzir vantagens competitivas (BARNEY, 1986, 1991; GRANT, 1991; WERNERFELT, 1984), assumindo a forma de capacidades produtivas, competências tecnológicas, ativos intangíveis ou conhecimento relevante (CONNER; PRAHALAD, 1996; GRANT, 1996; LEVITT; MARCH, 1988; NONAKA, 1991).

Nas últimas décadas, observa-se um crescimento importante das aquisições minoritárias, que correspondem a 1/3 de todas as operações de fusão e aquisição (BOSTAN; SPATAREANU, 2018). Algumas das razões pelas quais as firmas realizam as aquisições minoritárias são: i) facilitar a cooperação entre firmas independentes, ii) preservar ou aprimorar a gestão de empresas, iii) aumentar a informação sobre potenciais alvos para aquisições com controle, iv) impedir a diluição dos rendimentos por ação e, v) prover financiamento diretamente para a empresa adquirida (ALLEN; PHILLIPS, 2000; BOSTAN; SPATAREANU, 2018; OUIMET, 2013). Tais operações têm sido utilizadas como uma alternativa importante para a capitalização de empresas e ampliar a cooperação para absorção de conhecimentos e capacitações, se tornando em ferramentas importantes para promover o crescimento da firma.

O artigo visa contribuir para a literatura ao prover maior robustez empírica aos trabalhos que discutem as mudanças estruturais no mercado de serviços privados de saúde em meio ao processo de abertura do setor ao capital estrangeiro e discutir o papel do capital estrangeiro nesse movimento de mudança estrutural.

O artigo encontra-se organizado em torno de seis seções além desta introdução. A próxima seção apresenta os procedimentos metodológicos adotados para construção da base de dados sobre operações patrimoniais envolvendo empresas do setor de serviços de saúde no Brasil, no período 1997-2018. A terceira discute a relação público-privada em saúde em uma perspectiva histórica. A quarta seção traz uma breve contextualização sobre transformações recentes no arcabouço político-institucional e regulatório do setor de serviços de saúde no Brasil. Em seguida, a quinta e sexta seções apresentam uma análise exploratória sobre os padrões observados nas operações patrimoniais envolvendo os diversos segmentos de empresas no setor de serviços de saúde. A seção procura caracterizar o processo de conglomeração deste setor tendo em vista a natureza das operações e tipos de atores envolvidos, com foco particular na forma de participação do capital estrangeiro nas operações. Por fim, a última seção traz as considerações finais do artigo.

2. Metodologia

O movimento de ingresso do capital estrangeiro nos serviços e planos de saúde no Brasil foi analisado a partir da construção de uma base de operações patrimoniais envolvendo empresas com atividades em serviços de saúde, inclusive as empresas operadoras de planos e seguros de saúde e as empresas administradoras de benefícios em saúde. A base contempla um total de 297 operações que ocorreram entre os anos de 1999 e 2018.

A revisão da bibliográfica para a construção do artigo incluiu a análise da literatura do campo econômico, da saúde coletiva e de relatórios de mercado. A pesquisa envolveu a busca de textos sobre a história do sistema de saúde brasileiro; a relação público-privada no sistema de saúde; o mercado privado de serviços e saúde; operações patrimoniais, com ênfase nas

operações de fusão e aquisição; e sobre a financeirização de empresas.

Operações patrimoniais são operações onde parte do capital social de uma companhia são transferidas para outra. Destacam-se as operações de fusão, incorporação, aquisição majoritária, aquisição minoritária, formação de joint ventures e as ofertas públicas de ação iniciais (IPOs) ou secundárias. Uma fusão é a união de duas empresas, de porte semelhante, que resulta na dissolução das duas empresas e consequente criação de uma nova empresa. A incorporação é a aquisição de uma empresa alvo por uma empresa adquirente, que tem como resultado a dissolução da empresa alvo e sua incorporação dentro do capital da empresa adquirente. Uma aquisição majoritária é a aquisição de parte do capital de uma empresa alvo que resulte no controle de mais 50% do capital social da empresa ao final da operação. Quando a aquisição resulta no controle inferior a 50% do capital da empresa alvo, a aquisição é definida como minoritária. A formação de uma joint venture é definida como a constituição de uma nova empresa com fim específico, com capital formado pelo investimento de duas ou mais empresas sócias no empreendimento, sem dissolução de nenhuma das empresas sócias. Finalmente, uma oferta pública inicial de ações (IPO - Initial Public Offering) é a venda de parte do capital social de uma empresa em uma bolsa de valores.

Os dados das operações patrimoniais utilizadas para construção da base foram obtidos junto à plataforma “Zephyr”, organizada pela Orbis BVD, em outubro de 2019. Foram extraídas as operações completas ou assumidas como completas no período 1999 a 2018, envolvendo empresas com atividades no Brasil no segmento dos serviços de saúde e planos, seguros e intermediadoras de benefício em saúde.

A atuação da empresa em atividades de serviços ou seguros de saúde foi revelada através da análise dos códigos NAICS 2 REV (North American Industry Classification System). Cada empresa possui um código de atividade principal, que revela sua principal linha de negócio, e um ou mais códigos de atividade secundários, que revelam atividades que, embora não sejam as principais, são relevantes para a empresa. Ex: Uma empresa pode identificar “planos de saúde, operadoras e intermediadoras de seguros de saúde” como sua atividade principal, mas ter como atividade secundárias “Hospitais” e “empreendimentos imobiliários”. O conjunto dos códigos de atividade utilizados para seleção amostral são apresentados no Quadro 1.

As operações patrimoniais foram classificadas de acordo com a origem do capital da empresa compradora. A categoria “nacional” representa o conjunto de operações cuja adquirente é residente no país e cujo controlador não é identificado como estrangeiro. A aquisição do Hospital Nove de Julho pela Amil, em 2008, é um exemplo de operação “Nacional”. A operação foi classificada como “Capital Estrangeiro” se a adquirente era não residente no Brasil ou se era uma subsidiária de empresa estrangeira com registro no Brasil. A aquisição do grupo Notre Dame Intermédica pela Bain Capital, em 2014 e a aquisição do Hospital e Maternidade Madre Theodora pela Amil, em 2014, quando a Amil era controlada pela United Health, são exemplos de operações classificada como “Capital Estrangeiro”.

Uma operação patrimonial pode ser realizada por uma, duas ou mais firmas. Uma rede de hospitais abre seu capital na bolsa de valores. Uma empresa de seguros de saúde adquire uma operadora de planos de saúde, com atividades em hospitais, ambulatórios, serviços de diagnóstico e tratamento. Três fundos de private equity adquirem ações de uma empresa de serviços de diagnóstico. Dois hospitais (alvos) se unem em uma fusão, gerando um conglomerado de hospitais. Em cada um desses casos, a participação de ao menos uma empresa brasileira com atividades em serviços ou seguros de saúde, como alvo ou adquirente, foi considerado como o critério de seleção para a base.

Dois conjuntos de operações não exibiam informações sobre a empresas adquirentes envolvidas. O primeiro é o das ofertas públicas de ações realizadas por empresas de grande porte. As “Ofertas Públicas Iniciais” de ação (IPO) são realizadas quando a empresa irá abrir seu capital no mercado acionário. Devido a regulação do mercado financeiro, foi possível

identificar e corrigir diretamente, para cada IPO, a participação de investidores estrangeiros na operação. Entretanto, não foi possível obter as mesmas informações para ofertas públicas secundárias de ação, operações de distribuição de ações realizadas por empresas que já possuem capital aberto. O segundo grupo de operações que não exibem informações sobre as empresas adquirentes são as operações de captação realizadas por empresas de pequeno ou médio porte.

A origem do capital nas operações que não exibiam informações sobre as empresas adquirente foram classificadas como “Indefinido”. No caso das operações de IPO o valor foi decomposto. O percentual do valor da operação associado explicitamente com investidores estrangeiros foi classificado como “Capital Estrangeiro” e o restante, cuja origem não pode ser afirmada explicitamente, foi classificado como “Indefinido”.

Categorias	Códigos de atividade NAICS
Hospitais	622110; 622210; 622310 621491; 621493; 621410; 621420; 621498; 621111; 621112;
Ambulatórios	621210; 621310; 621320; 621330; 621340; 621391; 621399; 621610; 621910; 621991; 621999
Serviços de Auxílio ao Diagnóstico e Tratamento	621492; 621511; 621512
Seguros de Saúde	524114; 525120

Notas:^{1,2} Uma operação pode fazer parte de mais de uma categoria (Ex: O Hospital São Bernardo, adquirido pela Intermédica, possui atividades nos segmentos hospitalar e ambulatorial). Portanto, a soma dos percentuais excede 100%

3. A relação público-privada no sistema de saúde brasileiro e a formação dos grupos econômicos da saúde

O processo de mudança estrutural e a participação do capital estrangeiro nos serviços privados de saúde brasileiro nas últimas décadas, assim como a abertura irrestrita do mercado de saúde ao capital estrangeiro promovida em 2015, deve ser compreendida a partir de uma perspectiva que incorpore as rupturas e continuidades que marcam a relação público-privada do sistema de saúde brasileiro.

A relação entre a transformação das empresas privadas de serviços de saúde e as transformações político-institucionais do sistema de saúde brasileiro, especialmente no setor de hospitais e das empresas intermediadoras de serviços de saúde (Planos e seguros de saúde), foi objeto de estudo em diversos trabalhos no campo da saúde coletiva (ALMEIDA, 1998; BAHIA, 1999; ANDREAZZI, 2002; MENICUCCI, 2007; OCKÉ-REIS et al, 2006). Um problema importante nesses trabalhos foi investigar o crescimento das empresas privadas de saúde (especialmente os planos e seguros de saúde) ao longo da década de 90, a despeito da inclusão da saúde como direito do cidadão e dever do Estado na constituição de 1988 e a criação do SUS (Sistema Único de Saúde), que deveria prover assistência pública, integral e gratuita.

As políticas públicas de saúde consolidadas nos anos 60 e 70 foram determinantes para moldar a dinâmica da relação público privado no sistema de saúde brasileiro. As reformas impostas durante a ditadura militar, de caráter previdenciário, individual e assistencialista, transferiram a função provedora de serviços de saúde para a iniciativa privada e estabeleceram a política de contratação de serviços de saúde de terceiros pelo Estado (ALMEIDA, 1998;

BAHIA, 1999; MENICUCCI, 2007). Através da orientação das políticas públicas que criavam demanda para o setor privado, e de subsídios diretos e indiretos para estimular a criação de oferta pelo setor privado, as empresas privadas de serviços de saúde experimentaram intenso crescimento (ANDREAZZI, 2002; MÉDICI, 1992; OCKÉ-REIS et al, 2006). Concomitantemente, os interesses ligados a esses setores ganharam força e passaram a influenciar de forma crescente as políticas públicas na área da saúde mesmo após a criação do SUS (MENICUCCI, 2007).

O movimento da reforma sanitária e o processo de construção do SUS, no bojo da redemocratização, apresenta rupturas e continuidades com o modelo anterior. O SUS é expressão da ideia de saúde como direito, que “considera não apenas o ponto de vista de direitos formais, de direitos políticos, mas principalmente a ideia de uma democracia substancial, de direitos substantivos, que envolviam certa igualdade de bem-estar” (MENICUCCI, 2014). Ao mesmo tempo, em reflexo a manutenção dos interesses privados previamente estabelecidos no sistema de saúde brasileiro, a Constituição de 1988 define que a assistência à saúde é livre à iniciativa privada nacional, inclusive de forma complementar ao SUS.

As transformações nas formas de organização e financiamento – da produção e consumo – dos serviços privados de saúde ao longo das últimas décadas também apareceu como uma questão importante em diversos estudos no Brasil. Ao investigar as transformações no setor privado de saúde no Brasil a partir dos anos 90, em uma perspectiva que buscava integrar as dimensões político-institucional, tecnológica e financeira, Andreazzi (2002) conclui:

“A análise dos serviços mostra indícios de transformações importantes quanto a formação de cadeias de estabelecimento hospitalares, a reestruturação produtiva dos hospitais, através de um intenso processo de terceirização e as transformações capitalistas de alguns sub-mercados, como os laboratórios de análises clínicas, que se concentraram e internacionalizaram. O mercado de serviços lucrativos passa a atrair fundos de investimento tanto internacionais quanto nacionais. A integração com seguros é notada em vários exemplos” (ANDREAZZI, 2002)

A trajetória das empresas de planos e seguros de saúde no Brasil pode ser dividida em três ciclos (BAHIA et al., 2016). O primeiro corresponde ao sistema de saúde previdenciário vigente no Brasil entre os anos 60 e 80, voltado à proteção dos trabalhadores especializados. Nesse período surgem as empresas pioneiras, comandadas por médicos (com ou sem fins lucrativos). Estas empresas eram financiadas através do reinvestimento dos próprios recursos (BAHIA et al., 2016) e das políticas públicas de crédito subsidiado (MÉDICI, 1992; OCKÉ-REIS et al, 2006).

O segundo ciclo, que vai dos anos 1990 aos anos 2000, é o período de consolidação dos grandes grupos médicos empresariais nacionais formados no período anterior. Observa-se um rápido crescimento de planos empresariais e individuais sob um contexto de livre mercado (sem regulamentação) e implementação do SUS. O ciclo é marcado pela crescente associação com o capital financeiro, através da atuação das seguradoras de saúde.

No período atual, que tem como marco a criação da ANS em 1999, as operadoras de planos e serviços de saúde adotam práticas associadas ao regime de acumulação com dominância financeira. O capital destas empresas se torna crescentemente pulverizado através das estratégias de capitalização junto a fundos institucionais de origem internacional (BAHIA et al., 2016).

Sestelo (2017) aprofunda o trabalho de BAHIA et al. (2016) e conclui que as empresas de intermediação assistencial de saúde no Brasil (planos, seguros de saúde e administradoras de benefícios) que emergem no Brasil nos anos 2000 são empresas financeirizadas. Essas empresas possuem características qualitativas e quantitativas distintas em comparação aos ciclos anteriores. As empresas de saúde financeirizadas “detêm um poder de arbitragem crescente, capaz de criar mercados e nichos de mercado para produtos e serviços e influenciar

na valorização e desvalorização de ativos de natureza diversa incluindo, no caso da assistência, insumos para a saúde.

4. Panorama recente das transformações nos serviços de saúde brasileiro

O segmento dos planos de saúde constitui parte significativa do mercado de serviços privados de saúde no Brasil. Segundo dados da ANS, desde sua criação, o número de beneficiários dos planos de saúde com assistência médica saltou de 31 para 47 milhões (53% de aumento) e o de beneficiários de planos de saúde exclusivamente odontológicos subiu de 2.6 para 24 milhões (829% de aumento). O crescimento do mercado foi acompanhado de uma intensa redução no número de planos de saúde. Havia 1289 planos de saúde de assistência médica com beneficiários e 399 planos de assistência exclusivamente odontológica em 2000. Em 2018 esse número havia recuado para 749 planos de assistência médica (-49%) e 289 planos de assistência odontológica (-28%).

O segmento de provisão de serviços de saúde (hospitais, ambulatórios e serviços de apoio ao diagnóstico e tratamento) é composto por um grupo heterogêneo, que variam substancialmente em termos de porte, funções assistenciais e nível de complexidade tecnológica. Esse grupo abrange desde consultórios médicos, unidades assistenciais ambulatoriais e outros serviços de baixa complexidade, serviços de médica complexidade para atividades de suporte ao diagnóstico e tratamento, hospitais-dia, serviços paramédicos, até complexos hospitalares multiespecializados, com elevado grau de complexidade assistencial e tecnológica (GADELHA ET AL, 2012). Adicionalmente, variam substancialmente conforme a natureza jurídica (pública, privada com ou sem fins lucrativos) e o modelo de pagamento (pacientes do SUS, beneficiários de planos de saúde e gasto direto).

Os planos de saúde e as atividades provisão de serviços de saúde são caracterizadas como oligopólios baseados na diferenciação de produto. Dado a assimetria de informações envolvida na relação entre os agentes do sistema de saúde e a grande incerteza inerente a prática médica, os consumidores do mercado privado de saúde constroem sua percepção da qualidade do atendimento à saúde através de dimensões objetivas como a rede de atendimento disponível e o rol de procedimentos cobertos no plano, o grau de incorporação tecnológica e o nível de hospitalidade dos serviços de atendimento à saúde e de dimensões subjetivas como reputação das marcas presentes no mercado. Esse tipo de concorrência gera uma pressão constante para incorporação de tecnologias no sistema privado, assim como uma contínua segmentação do mercado.

Os principais desafios para as Operadoras de Planos de Saúde (OPS) são a busca pelo aumento da penetração dos planos de saúde, a redução da taxa de sinistralidade e a gestão dos custos dos benefícios de saúde provenientes do segmento de provisão de serviços de saúde (BAIN, 2016). No segmento de provisão dos serviços, os principais desafios são a introdução de inovações no modelo de atendimento, como os hospitais-dia, a telemedicina e o home-care, e a busca constante por maiores eficiências operacionais (BAIN, 2016). Em outras palavras, o grande desafio do setor privado de serviços de saúde é a expansão de seus mercados (aumento das receitas e escalas) e a contenção dos custos na prestação dos serviços de saúde.

Uma das principais estratégias utilizadas pelas empresas do mercado de serviços de saúde no Brasil para lidar com esses desafios tem sido a formação de grandes grupos econômicos através de um intenso uso de operações patrimoniais (SESTELO, 2017; CADE, 2021). A formação dos grandes grupos envolve tanto a realização de operações horizontais em busca de maiores escalas de funcionamento, como a realização de operações verticais que buscam a formação de redes de atendimento. Argumenta-se nesse trabalho que os fundos de investimento de origem nacional e estrangeiro exerceiram um papel fundamental nesse processo.

Diversos trabalhos acadêmicos e artigos de opinião discutiram os potenciais impactos da abertura do mercado de serviços de saúde ao capital estrangeiro. Em que pese a diversidade de argumentos, em termos gerais os defensores da medida apontam para a tese de que o aumento do investimento em saúde privada libera recursos para o SUS. Os que divergem da medida apontam que o crescimento do setor privado, especialmente na saúde suplementar, drena recursos financeiros, físicos e humanos do sistema público, ao mesmo tempo que aprofunda a segmentação dos sistemas de saúde, inviabilizando a capacidade do SUS em garantir o acesso universal, integral e equânime à saúde.

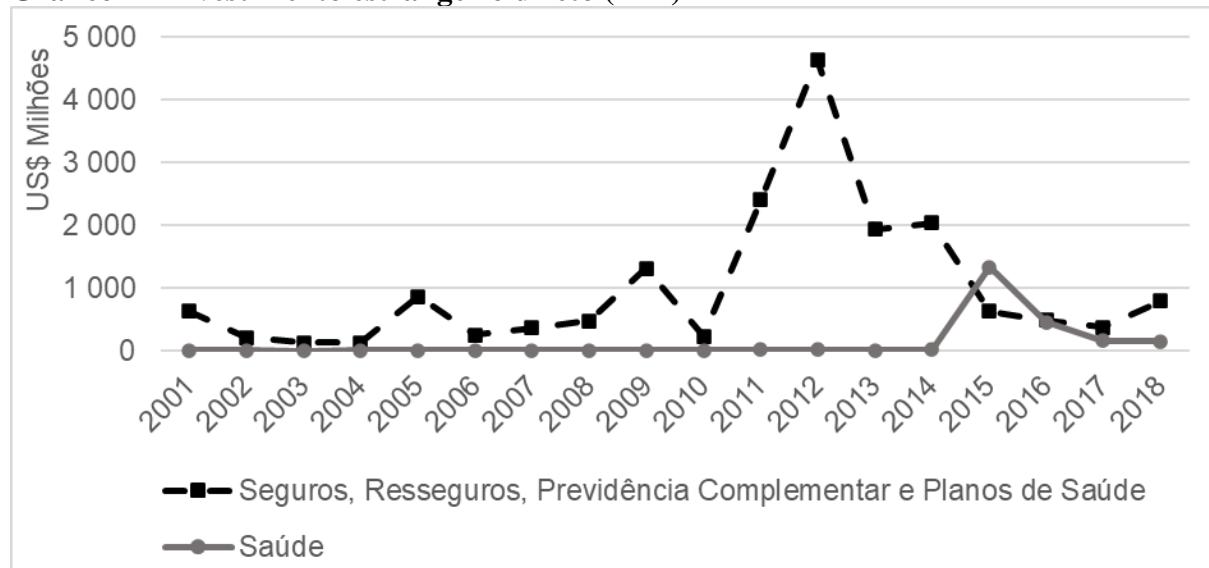
A constituição de 1988 institucionalizou a saúde como um direito de todos e um dever do Estado. Apesar de definir o acesso universal, integral e equânime à Saúde como um direito constitucional, o espaço para a livre iniciativa privada na saúde foi resguardado. Esse espaço à livre iniciativa privada, entretanto, estava reservado, salvo algumas pequenas exceções, ao capital privado nacional.

Em 1998, a lei dos planos de saúde (lei 9.656/98) em conjunto com a Lei 9961/00, que cria a ANS e a MP 2177.44/01, alteram o quadro institucional do sistema de saúde brasileiro ao institucionalizar a saúde suplementar no país. O conjunto de leis autoriza e legitima a participação do capital estrangeiro a operar planos e seguros privados de assistência à saúde. Como diversos planos e seguros de saúde possuem redes de atendimento próprias, na prática, a lei abriu a possibilidade mais clara da participação do capital estrangeiro em serviços de saúde.

Esse cenário muda completamente em 2015. Da proibição ao capital estrangeiro, salvo em casos previstos na lei, inscrita na constituição de 1998, passa-se a abertura ampla e irrestrita do mercado de serviços de saúde ao capital estrangeiro (SCHEFFER, 2015). Entretanto, apesar da alteração em 2015 legitimar a participação do capital estrangeiro em serviços de saúde, diversos autores apontam que a participação do capital estrangeiro nos serviços de saúde já ganhava força ao longo da década de 2000, de forma disfarçada (BAHIA et al., 2016).

Os dados sobre “Fluxo de Investimento Direto no País” (IDP) divulgado pelo Banco Central do Brasil, que mede o ingresso no Brasil do investimento direto por não-residentes, evidenciam entradas de capital estrangeiro em valores expressivos no segmento de seguros, resseguro, previdência complementar e planos de saúde. A abrangência dos setores que compõem o dado, entretanto, impede a associação direta dos valores reportados com a entrada de capital estrangeiro especificamente nos planos de saúde.

Gráfico 1 - Investimento estrangeiro direto (IED)



Fonte: Elaboração própria com dados do BACEN

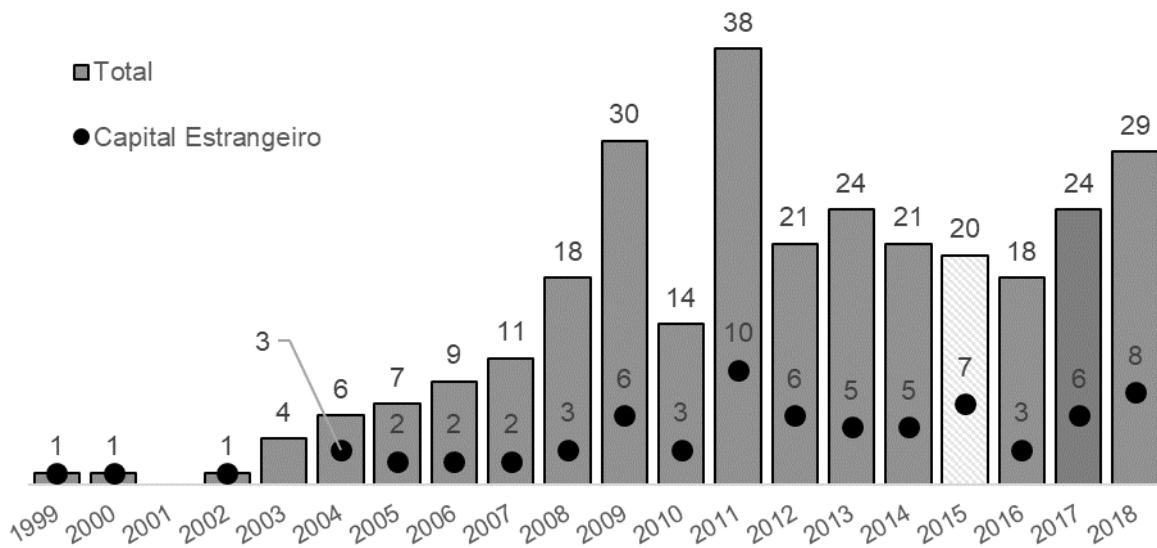
Entre 2001 e 2014 o afluxo de investimento direto estrangeiro em empresas de serviços de saúde totalizou US\$ 138 milhões de dólares. Após a abertura ao capital estrangeiro observou-se um forte afluxo de investimento direto no país na área da saúde, que alcançou US\$ 1.337 milhões. Nos anos subsequentes o movimento perde intensidade, mas se mantém em patamares mais elevados do que o observado antes da abertura.

Aparentemente, os dados poderiam sugerir que a atuação do capital estrangeiro teria sido marginal no processo de mudança estrutural observado nos mercados de saúde privado brasileiro até 2015. Entretanto, boa parte dos planos de saúde, classificados pelo BACEN como seguros de saúde são proprietários de uma rede de prestadores de serviços significativa. Adicionalmente, a consulta em páginas de internet especializadas na área[Exemplo: <https://setorsaude.com.br/>] permite visualizar uma série de aportes de fundos de investimento com origem estrangeira em empresas do segmento de serviços de saúde ao longo do período, especialmente nos serviços de apoio ao diagnóstico e tratamento.

5. Caracterização dos processos de conglomeração no setor se serviços de saúde: Natureza das operações e atores envolvidos

Entre 1999 e 2018, foram registradas 297 operações patrimoniais envolvendo empresas com atividades nos setores de serviços de saúde ou em seguros de saúde no Brasil. Cerca de 25% (74) das operações patrimoniais registradas no período envolveram empresas ou investidores com capital de origem estrangeira.

Figura 2 - Evolução anual das operações patrimoniais envolvendo empresas de serviços e seguros de saúde no Brasil



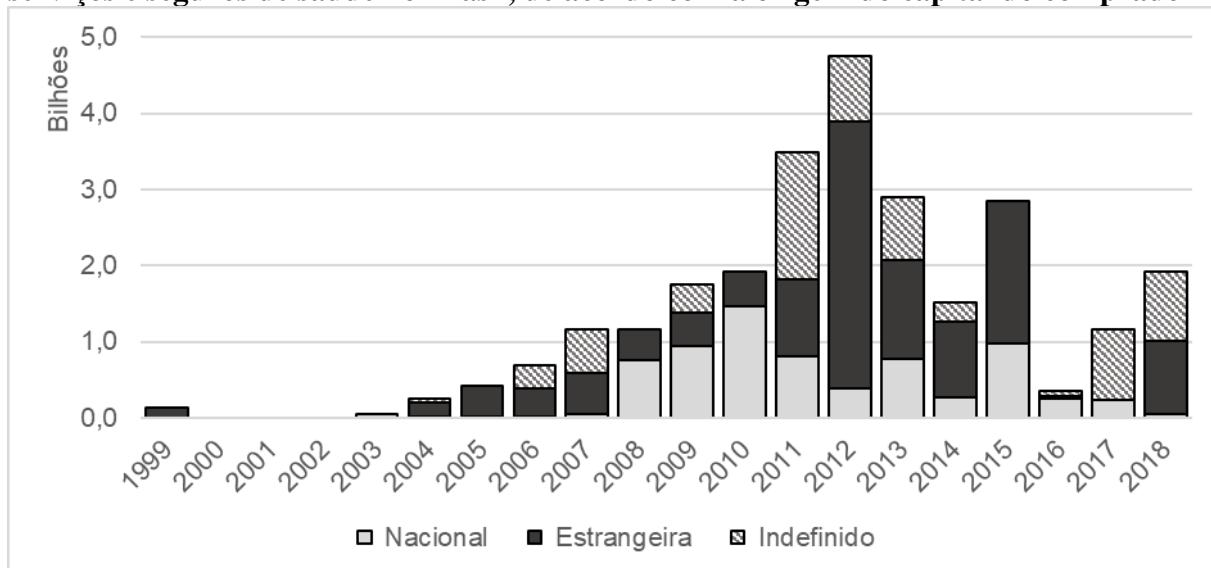
Fonte: Elaboração própria com dados da ORBIS e do sistema de consulta online da CVM

A Figura 3 apresenta a evolução do volume financeiro anual negociado nas operações patrimoniais identificadas de acordo com a origem do capital. Nota-se uma aceleração do volume financeiro movimentado nas operações patrimoniais no segmento de serviços e seguros de saúde a partir dos anos 2000. Esse movimento atinge seu auge em 2012, quando as operações movimentaram US\$ 4,7 bilhões.

O valor do negócio foi declarado em 165 operações (55% das operações) das operações selecionadas. Entre 1999 e 2018, essas operações movimentaram US\$ 26,5 bilhões. O montante foi decomposto em três categorias, de acordo com o tipo de negócio e a origem do capital da empresa adquirente. Ao menos 47,6% do valor negociado (US\$ 12,8 bi) das

operações identificadas estão associadas ao “capital estrangeiro”, seja pela adquirente ser uma companhia estrangeira ou por ser uma subsidiária de companhia estrangeira no Brasil. Cerca de 27% do valor (US\$ 7,1 bi) foi identificado como “capital nacional” e 26% do valor negociado (US\$ 6,8 bi) tinha origem “indefinida”.

Figura 3 - Evolução anual do volume financeiro das operações patrimoniais envolvendo serviços e seguros de saúde no Brasil, de acordo com a origem do capital do comprador



Fonte: Elaboração própria com dados da ORBIS e do sistema de consulta online da CVM

As duas maiores operações registradas no período 1999-2018 estão relacionadas a venda da Amil para o grupo United Health em 2012 por US\$ 3,2 bilhões, cerca de 2/3 de todo o volume financeiro registrado naquele ano, e a posterior “oferta pública de aquisição de ações” em 2013 para fechar o capital da empresa, que movimentou mais US\$ 1,09 bilhões. A Amil é classificada como um plano de saúde, mas possuía na data de aquisição mais de 20 hospitais sob seu controle.

A terceira maior operação foi a incorporação de ações do grupo MD1 pelo grupo DASA em 2010, estimada em US\$ 1,08 bilhões. A operação foi aprovada com restrições pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) somente em 2013, pois a incorporação levaria a fatia dos sócios majoritários da AMIL a quase 25% do grupo DASA. O entendimento do CADE foi de que a Amil e o Grupo DASA passariam a formar um grupo econômico com a incorporação da MD1, gerando possibilidades de abuso de poder de mercado em São Paulo, Curitiba e especialmente no Rio de Janeiro. Posteriormente a venda de suas participações na AMIL, os sócios foram aumentando sua participação no Grupo DASA em 2015 e 2016 que, em operações que somaram US\$ 0,95 bilhões.

A figura 4 traz evidências do intenso processo de consolidação no mercado de serviços de saúde no Brasil através das operações patrimoniais realizadas no setor, assim como da atuação do capital financeiro no setor. Observa-se um grande volume de operações de empresas do setor financeiro não vinculadas a saúde em operações patrimoniais destinadas a alvos nos segmentos de hospitais, ambulatórios, SADT e, especialmente, empresas com atividades no segmento de planos de saúde.

Adicionalmente, nota-se que a maior parte das operações entre as empresas do mercado de serviços de saúde pode ser caracterizada como horizontal, na medida em que foram destinadas a adquirir alvos com a mesma atividade da empresa adquirente (diagonal principal da figura 4). Adicionalmente, nota-se um movimento importante de aquisição de hospitais por empresas de serviços de apoio ao diagnóstico e tratamento e de aquisições de ambulatórios

por operadoras de planos de saúde. São verificadas operações entre quase todos os grupos de atividade utilizados, indicando um movimento de formação de redes de atendimento pelos grupos econômicos envolvidos. O grupo DASA, por exemplo, se apresenta atualmente como uma empresa de cuidado à saúde que conta com atividades de diagnóstico, hospitalares, ambulatoriais e gestão (inclusive dados) em saúde.

Figura 4 - Classificação das operações patrimoniais de acordo com a atividade principal da empresa adquirente e as atividades econômicas das empresas alvo (1999-2018).

Comprador	Alvo				
	Hospital	Ambulatórios	SADT	Suplementar	Outros
Hospital	27	2	2	2	1
Ambulatórios	5	18	2	8	7
SADT	15	3	51	0	8
OPSS	6	16	0	36	8
Outros	1	8	6	0	1
Setor Financeiro (exceto OPSS)	17	26	28	81	1

Fonte: Elaboração própria com dados da ORBIS e do sistema de consulta online da CVM

Nota: SADT – Serviço de Apoio ao Diagnóstico e Tratamento; OPS – Operadora

6. Padrão recorrente dos grandes grupos nacionais na área da Saúde

A análise das operações patrimoniais evidencia um padrão recorrente na estratégia de captação e utilização de recursos pelas grandes empresas do setor de saúde no Brasil a partir da virada do século. O processo se inicia com o aporte de capital por fundos de investimento, geralmente na forma de operações do tipo private equity, em empresas de capital fechado. Apesar de parte do valor captado ser distribuído para remuneração dos antigos sócios, uma fatia significativa desses fundos é utilizada para a expansão da empresa através de operações patrimoniais.

Após o primeiro ciclo de expansão, muitas dessas empresas realizam IPOs e abrem seu capital, remunerando, total ou parcialmente, o retorno do investimento realizado pelos fundos de investimento, e injetando mais capital na empresa para um novo ciclo de expansão através de operações patrimoniais. Ofertas secundárias de ações também podem ocorrer, de forma a injetar ainda mais recursos na firma. Em diversos casos observam-se, inclusive, o posterior fechamento de capital dessas empresas, devolvendo o controle da empresa para grupos controladores.

A entrada de fundos de investimento para expansão de firmas de capital fechado e a subsequente abertura do capital para remuneração dos investidores segue um padrão recorrente nas operações de private equity. Entretanto, o movimento subsequente de fechamento do capital após a saída dos fundos de investimento pode ser entendido como uma especificidade brasileira associada ao elevado grau de patrimonialismo nas estratégias dos grandes grupos nacionais. Os Quadros 1 e 2 apresentam o detalhamento das operações patrimoniais do Grupo Dasa, de forma a ilustrar o padrão identificado.

Os dados evidenciam que os fundos financeiros, com peso destacado do capital de origem estrangeira, exerceram um papel central na dinâmica de atuação das empresas de serviços de saúde privada no Brasil nas duas últimas décadas. Esses fundos foram os principais mobilizadores de recursos para o processo de conglomeração observado no período.

Quadro 1 – Descrição das operações Patrimoniais do Grupo Dasa (1999-2008)

Ano	Descrição das Operações Patrimoniais	Categoria
1999	Patrimônio Private Equity adquire 49% da Delboni Auriemo, que passa a ser denominada Diagnósticos da América S.A.	Captação
1999	Aquisição do Laboratório Lavosier	Investimento
2000	Aquisição da Bronstein	Investimento
2001	Aquisição da Lamina	Investimento
2003	Aquisição do Laboratório Curitiba Santa Casa	Investimento
2004	Aquisição da Elkis e Furlanetto; CRL e PRESMEDI	Investimento
2004	Abertura de capital (IPO) - Participação estrangeira (X%) Fundos de Private Equity começam a encerrar posição	Captação
2005	Aquisição dos Laboratórios Pasteur, Frischmann Aisengart e Alvaro	Investimento
2006	DASA realiza nova Oferta Pública de Ações (<i>Follow-on</i>) - Participação estrangeira (X%)	Captação
2006	Aquisição dos Laboratórios LABPasteur, MedLabor, Vita e Atalaia	Investimento
2007	Aquisição dos laboratórios CientíficaLab e Med Imagem	Investimento
2008	Aquisição da CEDIMAX, Brafer, Clira, Digirad, CEDIC, CEDILAB, Centro Médico de Imagenologia, e Ressonância Magnética de Cuiabá	Investimento
2009	Aquisição da Unidade Cearense de Imagem	Investimento
2010	Troca de ações entre Grupo DASA e MD1 (empresa controladora da AMIL).	Operação estratégica
	Acordo operacional entre os grupos DASA e AMIL	
2010	Aquisição dos laboratórios Exame e Image Memorial	Investimento
2011	DASA adquire Laboratórios Sergio Franco, Previlab, Cytola e CERPE.	Investimento
2014	Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) - Reestruturação do Grupo DASA	Fechamento de Capital
	Acionistas Edson de Godoy Bueno e Dulce Pugliese de Godoy Bueno passam a ser controladores do Grupo DASA	
2015	Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA) - Fechamento de capital	Operação estratégica
	Acionistas Edson de Godoy Bueno e Dulce Pugliese de Godoy Bueno passam a ser controladores do Grupo DASA	
2016	Dasa adquire laboratórios Gaspar, Leme, e Gilson Cidrim	Investimento
2017	Dasa adquire Salomão Zoppi	Investimento
2018	Dasa adquire laboratórios Oswaldo Cruz, BIOMED, Sawana & Giana	Investimento

Fonte: Elaboração própria com dados da ORBIS e do sistema de consulta online da CVM

7. Considerações Finais

O artigo buscou contribuir para a literatura que discute a relação público privado em saúde ao dar maior robustez empírica aos trabalhos que discutem as mudanças estruturais observadas no mercado de serviços privados de saúde em meio ao processo de abertura do setor ao capital estrangeiro iniciado no final dos anos 90 e que culmina com a abertura irrestrita do mercado de saúde ao capital estrangeiro em 2015.

Com base na análise, o artigo confirma a hipótese de pesquisa de que, a partir do conjunto de leis que institucionaliza a saúde suplementar no Brasil, a participação do capital estrangeiro em saúde no Brasil cresceu gradativamente de 1999 até 2015, com forte tendência de crescimento a partir de então. O capital financeiro, em especial o de origem estrangeira, assumiu um papel central no financiamento dos grandes grupos de saúde brasileiro para a execução de estratégias de crescimento baseado em operações patrimoniais, o que tem gerado mudanças estruturais no mercado brasileiro. Entretanto, o recente caso do desinvestimento da United Health na Amil sugere que as especificidades dos sistemas de saúde se apresentam como uma forte barreira à entrada para a entrada de grupos econômicos transnacionais prestadores de serviços de saúde ou operadores e intermediadores de planos de saúde.

Finalmente, o trabalho aponta a importância de novas pesquisas que discutam o impacto da emergência de grandes grupos econômicos no mercado de saúde brasileiro sobre a relação público-privado em saúde e a sustentabilidade do SUS.

8. Referências Bibliográficas

- ALLEN, Jeffrey W.; PHILLIPS, Gordon M. Corporate Equity Ownership, Strategic Alliances, and Product Market Relationships. *The Journal of Finance*, v. 55, n. 6, p. 2791–2815. 2000.
- ALMEIDA, Celia. O mercado privado de serviços de saúde no Brasil: panorama atual e tendências da assistência médica suplementar. IPEA, 1998.
- ANDREAZZI, Maria de Fátima Siliansky de. Teias e tramas: relações público-privadas no setor saúde brasileiro dos anos 90. Tese de Doutorado. p. 346, 2002.
- BAHIA, Ligia. Mudanças e Padrões das Relações Público-Privado: Seguros e Planos de Saúde no Brasil. Tese de Doutorado. ENSP/FIOCRUZ. 1999.
- BAHIA, Ligia. Planos privados de saúde: luzes e sombras no debate setorial dos anos 90. In: Ciência & Saúde Coletiva, 6(2), 329–339. 2001.
- BAHIA, Ligia, . Das empresas médicas às seguradoras internacionais: mudanças no regime de acumulação e repercuções sobre o sistema de saúde no Brasil. In: Cadernos de Saúde Pública, 32(suppl 2), 1–13. 2016.
- BAHIA, Ligia; SCHEFFER, Mario; TAVARES, Leandro Reis; BRAGA, Iale Fallerios. Das empresas médicas às seguradoras internacionais: mudanças no regime de acumulação e repercuções sobre o sistema de saúde no Brasil. In: Cadernos de Saúde Pública, v. 32, n. suppl 2, p. 1–13, 2016.
- BAIN. Tendências do setor de saúde no Brasil. https://www.bain.com/contentassets/de6f9f216c1e4ec39ad64590a8dd701b/healthcare-trends-in-brazil_por.pdf. 2016.
- BARNEY, Jay B. Strategic Factor Markets: Expectations, Luck, and Business Strategy. In: Management Science, v. 32, n. 10, p. 1231–1241, 1986.
- BARNEY, Jay B. Firm Resources and Sustained Competitive Advantage. In: Journal of Management, v. 17, n. 1, p. 99–120, 30, 1991.
- BOSTAN, Ibrahim; SPATAREANU, Mariana. Financing innovation through minority acquisitions. In: International Review of Economics and Finance, v. 57, p. 418–432, 2018.

CADE. Atos de concentração nos mercados de planos de saúde, hospitais e medicina diagnóstica. In: Cadernos do Cade. 2022

CONNER, K., PRAHALAD, C.K., (1996). A resource-based theory of the firm: knowledge versus opportunism. In: Organization Science 7, 477– 501.

GADELHA, Carlos Augusto Grabois; MALDONADO, José Manuel dos Santos; VARGAS, Marco Antonio; BARBOSA, Pedro Ribeiro; COSTA, Laís Silveira. A dinâmica do sistema produtivo da saúde: inovação e complexo econômico-industrial. 1. ed. Rio de Janeiro: Ed Fiocruz, 2012.

GADELHA, Carlos Augusto Grabois. O Complexo Econômico-Industrial da Saúde 4.0: por uma visão integrada do desenvolvimento econômico, social e ambiental. In: Cadernos do Desenvolvimento, v. 16, n. 28, p. 25-50, 2021.

GADELHA Carlos Augusto Grabois; KAMIA, Felipe; MOREIRA, Juliana Duffles Donato; MONTENEGRO, Karla Bernardo Mattoso; SAFATLE, Leandro Pinheiro; NASCIMENTO, Marco Aurélio de Carvalho. Dinâmica global, impasses do SUS e o CEIS como saída estruturante da crise. In: Cadernos do Desenvolvimento. 16(28):281–302. 2021.

GRANT, Robert M. The Resource-Based Theory of Competitive Advantage: Implications for Strategy Formulation. California Management Review, v. 33, n. 3, p. 114–135, 1991.

GRANT, Robert M. Toward a knowledge-based theory of the firm. Strategic Management Journal, v. 17, n. S2, p. 109–122, 1996.

HIRATUKA, Célio; ROCHA, Marco Antonio Martins Da; SARTI, Fernando. Financeirização e Internacionalização no setor de serviços de saúde: Impactos sobre o Brasil. ANAIS do I ENEI, 2015.

LEVITT, Barbara; MARCH, James G. Organizational Learning. Annual Review of Sociology, v. 14, n. 1, p. 319–338, 1988.

MÉDICI, André Cezar. Incentivos governamentais ao setor privado de saúde no brasil. Revista de administração pública, v. 26, n. 2, p. 79–115, 1992.

MENICUCCI, Telma Maria Gonçalves. Público e Privado na Política de Assistência à saúde no Brasil. Rio de Janeiro: Editora FIOCRUZ, 2007.

MENICUCCI, Telma Maria Gonçalves. História da reforma sanitária brasileira e do Sistema Único de Saúde. História, Ciências, Saúde-Manguinhos, 21(1), 77–92. 2014

NONAKA, Ikujiro. The knowledge creating company. Harvard Business Review, v. 69, p. 96–104, 1991.

OCKÉ-REIS, Carlos Octávio; ANDREAZZI, Maria de Fátima Siliinsky De; SILVEIRA, Fernando Gaiger. O mercado de planos de saúde no Brasil: uma criação do estado? Revista de Economia Contemporânea. 2006

OUIMET, Paige Parker. What motivates minority acquisitions? the trade-offs between a partial equity stake and complete integration. Review of Financial Studies, v. 26, n. 4, p. 1021–1047, 2013.

PAIM, Jairnilson; TRAVASSOS, Claudia; ALMEIDA, Celia; BAHIA, Ligia; MACINKO, James. O sistema de saúde brasileiro: história, avanços e desafios. The Lancet, v. 377, n. 9779, p. 1778–1797, 2011.

SCHEFFER, Mario O capital estrangeiro e a privatização do sistema de saúde brasileiro. Cadernos de Saúde Pública, 31(4), 663–666.

SESTELLO, José Antonio de Freitas. Planos e seguros de saúde no Brasil de 2000 a 2015 e a dominância financeira. Tese de Doutorado. p. 648, 2017.

VARGAS, Marco Antonio; ALVES, Nathalia Guimarães; MREJEN, Matias. Ciência, tecnologia e inovação em tempos de pandemia: implicações da Covid-19. Cadernos do desenvolvimento, v. 16, n. 28, p. 145-172, 2021.

WERNERFELT, Birger. A resource-based view of the firm. Strategic Management

Journal, v. 5, n. 2, p. 171–180, abr. 1984.