

**Desafios para o Sistema Único de Saúde (SUS)
no contexto nacional e global de transformações sociais,
econômicas e tecnológicas - CEIS 4.0**

FINANCEIRIZAÇÃO E DINÂMICA PRODUTIVA E TECNOLÓGICA NO CEIS

EQUIPE DE PESQUISA

Celio Hiratuka

Fernando Sarti

Camila Veneo C. Fonseca

Centro de Estudos Estratégicos da Fiocruz Antônio Ivo de Carvalho

Coordenador do CEE

Carlos Augusto Grabois Gadelha

Projeto Integrado CEE

Complexo Econômico-Industrial da Saúde e
Prospecção em CT&IS

Subprojeto

Desafios do SUS no contexto nacional e global de
transformações sociais, econômicas e
tecnológicas – Projeto CEIS 4.0

Coordenador Geral

Carlos Augusto Grabois Gadelha

Coordenadores Adjuntos

José Cassiolato

Denis Gimenez

Equipe Executiva

Marco Aurélio Nascimento

Karla Bernardo Mattoso Montenegro

Felipe Kamia

Gabriela Maretto

Juliana Moreira

Leandro Safatle

Colaboradores

Anna Durão (Divulgação e Comunicação),

Bernardo Cesário Bahia (Pesquisa), Glaucy Silva

(Gestão Administrativa), Elisabeth Lisovsky

(Revisão Português) e Nilmon Filho (Projeto Gráfico)

Relatório de pesquisa – CEIS 4.0

Financeirização e dinâmica produtiva e tecnológica no CEIS

Pesquisadores

Celso Hiratuka

Fernando Sarti

Camila Veneo C. Fonseca

Citar como:
HIRATUKA, C; SARTI, F; FONSECA, C. Financeirização e dinâmica produtiva e
tecnológica no CEIS. In: GADELHA, C. A. G. (Coord.). Projeto Desafios para o Sistema
Único de Saúde no contexto nacional e global de transformações sociais, econômicas e
tecnológicas (CEIS 4.0). Relatório de Pesquisa. Rio de Janeiro: CEE/Fiocruz, 2021.

Todos os direitos reservados ao Centro de Estudos Estratégicos da Fiocruz Antonio Ivo de Carvalho (CEE). Reprodução autorizada desde que citada a fonte.

Esta obra foi elaborada no âmbito do projeto “Desafios do SUS no contexto nacional e global de transformações sociais, econômicas e tecnológicas – CEIS 4.0”. As opiniões expressas refletem a visão dos autores, não representando a visão institucional sobre o tema

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	4
2. ASPECTOS CONCEITUAIS: FINANCEIRIZAÇÃO E AS ESTRATÉGIAS DE EXPANSÃO DAS GRANDES CORPORações	7
3. ESTRATÉGIAS DAS EMPRESAS DO CEIS GLOBAL EM UM CONTEXTO FINANCEIRIZADO: INOVAÇÃO, RENTABILIDADE, GERAÇÃO E APROPRIAÇÃO DE VALOR	16
3.1. Dinâmica inovativa no CEIS e os elevados gastos em P&D	18
3.2. Elevada lucratividade no CEIS	28
3.3. Capitalização de mercado e estratégia de maximização do valor do acionista nas corporações do CEIS	32
4. FUSÕES E AQUISIÇÕES E O CONTROLE SOBRE ATIVOS ESTRATÉGICOS	36
5. O CEIS DO BRASIL NO CENÁRIO GLOBAL	48
6. COMENTÁRIOS FINAIS ..	62
7. REFERÊNCIAS	66

1. INTRODUÇÃO

Um dos fatores que vem moldando a economia global no período posterior à eclosão da grande crise financeira de 2007/2008 é a dificuldade crescente de retomada do crescimento econômico de maneira sustentada. Uma das reações observada por parte de empresas e governos é a tentativa de criar novos espaços de acumulação por meio do aprofundamento das atividades inovativas. Este esforço pode ser observado na difusão rápida na literatura especializada de termos como Indústria 4.0 e 4ª Revolução Industrial. Da mesma maneira, vem se consolidando a percepção de que essas mudanças estão associadas a um conjunto de tecnologias, não necessariamente novas, mas que se entrelaçam e ganham rapidez de difusão, entre as quais se destacam a inteligência artificial, as redes 5G, o *big data*, a manufatura 3D, a internet das coisas (IoT), sistemas e computação de alta capacidade, produção integrada e conectada; biotecnologias avançadas; materiais avançados, armazenamento de energia, além da edição genética.

O Complexo Econômico e Industrial da Saúde (CEIS) é formado por subsistemas de base química e biotecnológica, mecânica, eletrônica e de materiais, além do setor de serviços e do subsistema de informação e conectividade. Engloba, portanto, segmentos da atividade econômica nos quais inovações disruptivas não só são incentivadas de maneira contínua, mas alcançadas com frequência acima da média de outros setores. As possibilidades tecnológicas derivadas dessa dinâmica ainda estão em seu estágio inicial, mas devem provocar contínuas alterações no complexo nos próximos anos. Tal avanço tecnológico se sobrepõe a um conjunto de outras mudanças que vem alterando a lógica de acumulação de empresas e setores e a disputa entre Estados, que geralmente não tem recebido a devida atenção.

No bojo de uma lógica de geração, captura e distribuição de valor cada vez mais financeirizada, as estratégias corporativas têm seguido o modelo de gestão da maximização do valor para o acionista (MVA), o que tem se traduzido na transferência crescente de recursos para os investidores, provenientes sobretudo do setor financeiro, sob a forma de distribuição de dividendos e recompra de ações. As estratégias agressivas de MVA têm sido acompanhadas de elevados gastos em pesquisa, desenvolvimento e inovação (PD&I) das grandes corporações do CEIS, embora a forma como o investimento inovativo é realizado venha passando por mudanças significativas.

Por um lado, as inovações são resultado de um processo complexo e coletivo que envolve não

apenas esforços empresariais, mas investimentos significativos de outros agentes, instituições e fundos públicos, e, portanto, da sociedade como um todo. Por outro, os resultados econômicos e financeiros da inovação são capturados por uma parcela pequena de agentes. As grandes empresas do setor procuram capturar novos conhecimentos e concentrar a propriedade de ativos estratégicos através de mecanismos variados, inclusive movimentos intensos de fusões e aquisições, criando assimetrias concorrenciais e poder de monopólio que permitem elevada lucratividade e valorização patrimonial, que, por sua vez, são repassados aos acionistas, em geral investidores institucionais,¹ por meio da distribuição de dividendos e da recompra de ações. Não obstante, enquanto um grupo limitado de agentes captura o valor criado, cabe aos sistemas públicos de saúde arcar com os custos, também elevados, e as dificuldades para realizar políticas públicas, cujo o propósito é levar serviços essenciais para o conjunto da população.

Em suma, configura-se um complexo altamente rentável e de elevada intensidade tecnológica cujo investimento em PD&I é concentrado em grandes corporações, de capital oriundo majoritariamente de países avançados, responsáveis por regulamentar, comercializar e distribuir os bens e serviços derivados do processo de mudança descrito. Esta configuração caracteriza-se, portanto, pela concentração no setor privado de inovações de interesse público, apesar dos investimentos serem em grande medida compartilhados com a sociedade – concentração essa que implica a elevação de custos para tratamentos que incorporam conhecimento e tecnologias cada vez mais complexos.

Observa-se, também no setor de serviços de saúde privados, que costumava ser muito mais fragmentado do que o setor de medicamentos e equipamentos, um processo intenso de fusões e aquisições, com o surgimento de grandes conglomerados de serviços de saúde. Este processo é estimulado não só pela necessidade de enfrentar a elevação de custos nos segmentos de medicamentos e equipamentos, mas também pelo crescente interesse de fundos financeiros em obter ganhos com a consolidação desses setores.

Essas transformações têm resultado em um cenário cada vez mais desafiador para os países periféricos. Por um lado, verifica-se uma inserção limitada do Brasil na cadeia produtiva dos setores

¹ Bancos de investimento, fundos de capital de risco, de previdência e seguro, entre outros.

pertencentes ao CEIS. Tal processo já vinha se delineando há algum tempo, mas a pandemia do Covid-19 pode tanto acelerá-lo quanto abrir janelas de oportunidades para uma inserção mais ativa e virtuosa. Por outro, verifica-se no setor de serviços de saúde privado, o transbordamento do padrão observado internacionalmente para o mercado doméstico, com uma acelerada concentração viabilizada por fundos financeiros e operações de capitalização no mercado acionário.

Entender esse cenário e buscar caracterizar suas principais dimensões são aspectos-chaves para melhor compreender os desafios que estão colocados para a política pública de países periféricos, como o Brasil – em especial, quando se considera as especificidades de um País que conta com uma importante e diversificada estrutura produtiva no CEIS e com um amplo e capilarizado sistema de atendimento de saúde, que embora fragilizados e com inúmeros desafios, se bem articulados, oferecem grandes oportunidades de desenvolvimento.

A compreensão das mudanças na lógica de acumulação, expansão e gestão das grandes corporações e na forma como o investimento inovativo é realizado em um ambiente financeirizado, e dos desafios por elas colocados no âmbito da política pública, é fundamental para as proposições de medidas cujo objetivo seja fomentar ao mesmo tempo uma maior inserção produtiva e inovadora do País e garantir, em condições mais igualitárias, o fornecimento de direitos sociais fundamentais.

Esse trabalho busca, portanto, entender como o comportamento das grandes empresas do CEIS tem se modificado em um contexto de financeirização das estratégias de acumulação, com fortes impactos sobre a forma de organização dos investimentos, as atividades inovativas, o controle sobre ativos estratégicos, as formas de expansão em direção a novos segmentos e de inserção no mercado internacional. Na análise destas transformações, o aumento da intensidade tecnológica e das operações de fusões e aquisições (F&A) é enfatizado, relacionando-as com a concentração de recursos na obtenção de ativos intangíveis. Esses ativos se mostram cada vez mais estratégicos tanto para ampliar as capacitações tecnológicas e mercadológicas, reforçando lucros extraordinários, além de permitirem impulsionar o valor de mercado das empresas, atendendo aos objetivos da estratégia de MVA.

Tal diagnóstico pode explicitar a ampliação tendencial de vulnerabilidades produtivas, tecnológicas e competitivas do CEIS no Brasil, razão pela qual deverão ser discutidas alternativas de política pública cujo foco seja a superação, ou ao menos a mitigação, das tendências ante-

riormente identificadas.

Para atingir o objetivo proposto o relatório está organizado em quatro seções além desta introdução e das considerações finais. A segunda seção visa sistematizar a literatura acadêmica sobre a financeirização, propondo ao mesmo tempo uma abordagem que permita estabelecer conexões conceituais com a lógica de acumulação das grandes corporações no capitalismo contemporâneo. A terceira seção analisa as estratégias empresariais frente ao novo regime de acumulação, discutindo a estratégia de MVA e seus impactos sobre a estrutura de investimentos e as atividades inovativas das empresas líderes globais pertencentes ao CEIS. A quarta seção foca no processo de F&A, que tem sido primordialmente incentivado pela aquisição e controle de ativos estratégicos, assumindo, portanto, uma dimensão fundamental no setor da saúde. A quinta e última seção analisa o CEIS do Brasil no cenário global, discutindo mais detidamente os limites e as possibilidades da política pública brasileira.

2. ASPECTOS CONCEITUAIS: FINANCEIRIZAÇÃO E AS ESTRATÉGIAS DE EXPANSÃO DAS GRANDES CORPORações

Esta seção tem o objetivo de traçar os contornos teóricos e conceituais que orientam a análise realizada ao longo deste trabalho. Sua importância pode ser atribuída ao crescente uso do termo “financeirização” na economia, em particular, e nas ciências sociais, em geral. A frequência de uso e a existência de diferentes entendimentos tornam fundamental a delimitação do conceito de financeirização aqui utilizado. Trata-se, portanto, de uma etapa fundamental para compreender como o processo de financeirização afeta a lógica de acumulação das grandes corporações no capitalismo contemporâneo e como as mudanças recentes nessa lógica afetam os países em desenvolvimento.

Como destacam Loannou e Wojcik (2019) e Palludeto e Felipini (2019), a literatura que utiliza o termo “financeirização” vem crescendo nos últimos anos, refletindo de alguma maneira o reconhecimento de que as finanças têm aumentando rapidamente sua influência sobre a dinâmica econômica e social contemporânea. Mas, ao mesmo tempo em que cresce a sua utilização, fica evidente a sua aplicação a um conjunto de fenômenos socioeconômicos bastante diferentes sem uma definição conceitual precisa, que unifique essas diferentes abordagens.

Não cabe aqui realizar uma revisão dessa literatura, que pode ser encontrada em outros tra-

balhos, como Van der Zwan (2014), Sawyer (2013) e Epstein (2015). No entanto, como destacam Loannou e Wojcik (2019), estabelecer com clareza o ponto de vista teórico da análise é importante para elucidar o sentido que se quer dar à financeirização, assim como suas possíveis implicações, fugindo da armadilha de esvaziar o valor analítico do termo em razão do seu uso indiscriminado, em diferentes contextos, com diferentes significados (Toporowski, 2015); ou, como descrevem Braga et al. (2017), criando uma verdadeira torre de Babel em torno do termo.

Parte-se, neste trabalho, do conceito formulado por Braga (1985, 1997), que aborda a financeirização como um padrão sistêmico de riqueza, que estabelece novas formas de definir, gerenciar e realizar a riqueza no capitalismo, afetando a decisão dos principais atores econômicos. Nesta concepção, a financeirização não estaria restrita ao crescimento ou ao predomínio econômico de um setor ou segmento, que estaria impondo seus interesses sobre o restante da sociedade, mas estaria associada à disseminação de determinadas estratégias de gestão da riqueza por todos os agentes relevantes do sistema capitalista. O padrão teria então caráter sistêmico, porque constituído por componentes fundamentais da organização capitalista, o que estabeleceria uma lógica financeira geral, permeando, portanto, a estratégia de todos os agentes e não apenas dos agentes do sistema financeiro.

Para a discussão que se pretende realizar, é importante destacar como essa definição geral do conceito de financeirização pode ser articulada com a forma de organização da grande corporação capitalista contemporânea. Um primeiro aspecto a ser considerado é justamente a dimensão financeira do processo de acumulação e a sua relação com o processo de concorrência. Em um trabalho seminal de 1980, Tavares e Belluzzo destacam o entrelaçamento existente entre a mobilização de capitais sob a forma financeira, o processo de concentração e centralização de capitais e a própria direção do processo de internacionalização da concorrência capitalista. Partindo de Marx, Hilferding e Hobson, os autores destacam:

“para revolucionar periodicamente a base técnica, submeter massas crescentes de força de trabalho a seu domínio e criar novos mercados, o capital precisa existir permanentemente de forma ‘livre’ e líquida e, ao mesmo tempo, crescentemente centralizada. Apenas desta maneira pode fluir sem obstáculos para colher novas oportunidades de lucro e, concomitantemente, reforçar o poder do capital industrial imobilizado nos circuitos prévios

de acumulação. Daí as análises da concorrência, do crédito e, portanto, do processo de concentração e centralização do capital se constituírem na parte mais rica e substantiva da investigação marxista sobre a evolução do sistema capitalista e suas metamorfoses” (Tavares, Belluzzo, 1980, p. 38).

Os autores também destacam como, no processo histórico iniciado no final do século XIX, a tendência à crescente mobilização de capitais dispersos pelo sistema de crédito, e seu entrelaçamento com as grandes organizações empresariais, promoveu a fusão dos interesses do capital industrial e das finanças, reforçando o caráter monopolista dos empreendimentos capitalistas. Através dessa fusão, na qual procuraram controlar o processo de concorrência por mecanismos de oligopolização, acabaram contraditoriamente criando as condições para a supressão de barreiras tecnológicas e de mercado engendradas pelo próprio processo, acirrando a concorrência entre blocos de capitais e impulsionando a internacionalização crescente da concorrência capitalista (Tavares, Belluzzo, 1980, p. 39).

Ao mesmo tempo em que destacam a mobilização de capitais dispersos que alavancam o processo de expansão produtiva, Tavares e Belluzzo recorrem a Hobson para enfatizar o caráter fortemente especulativo que o capital financeiro impõe à gestão capitalista moderna. Lembram que Hobson já destacava a importância da valorização dos ativos empresariais e a criação contábil de capital fictício tendo como base o valor capitalizado dos rendimentos futuros. Neste caso, diferentemente dos ativos tangíveis, que teriam o custo de reposição como base para ancorar sua valorização, os ativos intangíveis seriam os mais importantes, uma vez que só poderiam ser avaliados pela capacidade de ganhos futuros capitalizados, gerando um processo de avaliação que repousaria fundamentalmente “no controle dos mercados, na força de suas armas de concorrência” (p. 42), mas que, por isso, também seria altamente sujeito à ampliação fictícia do valor do capital existente.

A grande empresa contemporânea e seu processo de expansão, inclusive em direção aos mercados internacionais, pode ser pensada a partir dessa concepção, como fica explícita nesta passagem colocada por Braga (1996):

“Na perspectiva que adoto, os capitais centralizados suplantam suas estruturas de mercado originais e seus espaços nacionais, justamente por usar força expansiva de acumula-

ção, ganhando mobilidade, flexibilidade e amplitude de rentabilização, ao se distribuírem por diferentes mercados, indústrias, setores, ramos e, finalmente, regiões do planeta” (Braga, 1996, p. 86).

Importante destacar que, em razão da forte regulação imposta ao setor financeiro e da alteração na ordem global no período imediatamente posterior à Segunda Guerra Mundial, o processo de internacionalização adquiriu características peculiares na chamada era de ouro. As grandes empresas, em especial as norte-americanas, conseguiram dar vazão ao seu processo de acumulação pela expansão internacional em direção à Europa e à periferia, difundindo padrões de produção e consumo ainda associados aos setores líderes da segunda revolução industrial. Ao mesmo tempo, as grandes corporações europeias e japonesas tiveram condições de reagir à penetração das empresas norte-americanas, a partir de um parque tecnológico renovado, de um mercado em crescimento e de políticas ativas de apoio à penetração em mercados externos.

A rivalidade oligopolista internacional, embora crescentemente transbordasse as fronteiras nacionais, configurava uma forma de competição denominada por Porter (1986) de *multidoméstica*. Ou seja, a concorrência travada no plano internacional se traduzia na reprodução das rivalidades dentro de cada mercado nacional, embora os competidores internacionais fossem quase sempre os mesmos. Essa competição era marcada pelo que Crotty (2002) denominou de *corespective competition*: forma de concorrência que, ao mesmo tempo em que era intensa e garantia margens elevadas, evitava a competição excessiva – seja através da guerra de preços, seja através da expansão irracional de capacidade excedente –, permitindo a recuperação de investimentos em ativos caracterizados pela elevada imobilização de capital.

Do ponto de vista da gestão corporativa, predominou neste período a lógica de gestão de “reter e reinvestir” (Lazonick, O’Sullivan, 2000), isto é, a possibilidade de reter os lucros gerados e o pessoal empregado, combinada com a possibilidade de reinvestir os lucros em novos ativos fixos e na manutenção e capacitação dos recursos humanos. Essa lógica mantinha a integração organizacional e possibilitava a manutenção do compromisso de longo prazo entre os vários *stakeholders* ligados à corporação, inclusive acionistas e credores em razão da regulação sobre o mercado financeiro.

As mudanças observadas na economia mundial a partir do final dos anos 1960 e ao longo da

década de 1970 do século passado marcaram a exaustão dos mecanismos de regulação interna e coordenação internacional desenvolvidos no pós-guerra, que ao mesmo tempo encapsulavam as estratégias de valorização estritamente financeiras e criavam oportunidades de valorização no âmbito produtivo. A crescente desregulamentação e liberalização financeira, ocorrida a partir da economia norte-americana e imposta ao resto do mundo, deu origem à vigência plena do padrão financeirizado de gestão da riqueza, tal como definido anteriormente.

Para Braga (1997), a estrutura da grande empresa e sua estratégia de acumulação condensariam todos os mecanismos de expansão (mercantis, industriais e financeiros) em uma lógica financeira geral. Essa forma condensada de acumulação seria expressa pela função objetivo – $F: f(F_i, I_{pt}, X)$ –, que dependeria da dimensão das finanças gerais (F_i), do investimento tecnologicamente inovador (I_{pt}) e da capacidade de articular e comandar o fluxo de mercadorias e serviços (X).

A dimensão das finanças gerais se traduziria em operações buscando ganhos patrimoniais, em operações especulativas com moedas, títulos e derivativos, na possibilidade de organizar operações de *funding* para investimentos, otimizando o acesso ao mercado global de crédito, títulos e ações, na utilização de esquemas de “arbitragem” fiscal, inclusive em paraísos fiscais, aproveitando plenamente as oportunidades possibilitadas pelo acesso aos vários segmentos de um mercado financeiro mundialmente integrado. O investimento tecnologicamente inovador expressaria a capacidade de levar adiante o processo de concorrência a partir do aproveitamento da cumulatividade e das economias de escala associadas ao domínio tecnológico. Finalmente, o fator X estaria associado à capacidade de articular e comandar o fluxo de mercadorias e serviços, organizando as cadeias produtivas em nível global.

É importante destacar que a função objetivo expressaria a capacidade das grandes corporações de se tornarem “máquinas de acumulação de capital em geral”, o que chama atenção para o entrelaçamento entre as três dimensões, como pode se depreender do trecho a seguir:

“Do ângulo microeconômico, seu potencial financeiro e a liquidez de que dispõem integram positivamente com a ampliação de suas próprias possibilidades de investimento técnico produtivo. Elas têm, assim, um acesso amplo e privilegiado a capital, a informação, a ‘networks’ tecnológicos e a mercados globais, via agrupamento de empresas com diferentes funções no interior da corporação. Há uma flexibilização do tempo e das formas de

rentabilidade dos ‘investimentos’ (produtivos, financeiros e patrimoniais), da temporalidade das relações débito-crédito, das modalidades em que formam posições ativas e passivas. Ocorre uma combinação simultânea de mobilidade, liquidez, rentabilidade e especulação na circulação mundial desses capitais”. (Braga, 1997, p. 221).

Essas características da grande empresa transnacional são destacadas também pelas análises de Chesnais (1996; 2005) e Serfati (2008; 2011). Chesnais enfatiza o papel dos investidores institucionais e a influência das finanças na gestão e distribuição de recursos, buscando obter a máxima valorização patrimonial e liquidez. A dominação financeira, por um lado, exacerbaria o processo de centralização do capital sob a forma de F&A, por outro, imporiam um caráter de “exterioridade” à produção pela incorporação de uma lógica financeira associada à difusão da estratégia de governança corporativa baseada na MVA.

Sobre a MVA, Lazonick e O’Sullivan (2000) destacam a influência da teoria da agência na crítica à autonomia exagerada dos gerentes para alocar os lucros acumulados, o que teria resultado em corporações excessivamente diversificadas, com a implementação de projetos de investimentos que não necessariamente geravam retornos aos acionistas, resultando na perda de eficiência e competitividade internacional. Acionistas mais ativos, remunerações atreladas ao desempenho das ações e o movimento de fusões e aquisições hostis seriam as formas de disciplinar e implementar um novo modelo de gestão, mais alinhado com o interesse dos acionistas, nessas grandes corporações² (Jensen, Meckling, 1976; Jensen, 1986).

A análise de Serfati também destaca a interpenetração entre as atividades financeiras e não financeiras dentro das grandes corporações transnacionais. Esta questão torna necessário considerá-las não apenas como empresas maiores e mais internacionalizadas do que as empresas nacionais, mas com um *status* conceitual próprio, que considera a atuação das mesmas como grandes grupos financeiros. Grandes grupos financeiros uma vez que são capazes de centralizar ativos e construir um espaço global integrado, com operações financeiras e industriais organizadas

² Ver Jensen (1988) para ver os fundamentos desse novo modelo de gestão e Aglietta e Riberieux (2005), Lazonick e O’Sullivan (2000) e Davis (2009) para uma visão crítica.

de maneira combinada de modo a aproveitar todas as possibilidades de valorização do capital e impor seus interesses sobre o restante da sociedade (Serfati, 2011, p. 23).

Essa forma de abordar as grandes corporações, a partir da incorporação de uma lógica financeira geral, permite interpretar de maneira mais integrada diversos movimentos observados nas estratégias das grandes empresas no período recente, com destaque para: i) o processo de reorganização internacional das cadeias produtivas internacionais, com a transferência de atividades intensivas em trabalho para países periféricos, enquanto as atividades mais intensivas em conhecimento e associadas aos ativos intangíveis permaneceram com as empresas líderes globais; ii) O crescimento e processos de F&A em diferentes setores, como forma de centralizar o controle sobre ativos estratégicos e catapultar a acumulação global; iii) a acentuação do papel das políticas de apoio estatal, acelerando o avanço em novas tecnologias, a despeito da retórica de destaque às iniciativas estritamente privadas e iv) o aprofundamento de um processo de acumulação cada vez mais articulado com a valorização financeira, acentuando a concentração da renda e da riqueza.

O movimento de reorganização internacional relaciona-se ao aprofundamento dos processos de especialização, fragmentação e transferência internacional de etapas produtivas anteriormente integradas verticalmente. A literatura sobre cadeias globais de valor e redes de produção global identificou esse processo, destacando as possibilidades de redução de custos, acompanhadas dos ganhos de economias de escala e escopo, possibilitadas pela gestão de atividades produtivas geograficamente dispersas.

Embora a liberalização dos fluxos de investimento e comércio e a difusão das tecnologias de informação tenham tido um papel facilitador importante, autores como Serfati (2008), Milberg (2008), Hiratuka e Sarti (2010) e Durand e Milberg (2020) destacam como este movimento esteve associado à nova lógica financeira – de combinar o controle sobre as etapas mais importantes em termos de captura de valor, em especial o reforço dos ativos intangíveis, com a busca por maior flexibilidade, racionalização e redução de custos, aumento da escala global das operações e elevação de valor de mercado. Observa-se então a combinação de desconcentração geográfica e desverticalização das cadeias produtivas com a centralização do comando e do controle sobre os recursos e ativos capazes de fortalecer a captura de valor e, assim, com a capacidade de influenciar a direção das novas fronteiras de acumulação.

Como destacado anteriormente, a fragmentação das cadeias de valor significou a transferência de atividades mais intensivas em trabalho para a cadeia de fornecedores dos países abundantes neste fator de produção. Ao mesmo tempo, as atividades mais intensivas em conhecimento, associadas aos ativos intangíveis, permaneceram com as empresas líderes. A importância dos ativos intangíveis está relacionada a diferentes fatores. Em primeiro lugar, alguns ativos são protegidos por direitos de propriedade intelectual, como patentes e marcas, permitindo estratégias específicas de patenteamento que reforçam as margens de lucros – como será visto mais à frente no caso do próprio setor farmacêutico.

Os ativos intangíveis ganham ainda mais importância diante das economias de escala, da externalidade de redes e da necessidade de co-especialização dos diferentes tipos de intangíveis (como reputação, marca e capacitação tecnológica), o que reforça ainda mais as características de processo do tipo *winner takes all*, em especial em setores de TIC e com a utilização de plataformas digitais (Heskel, Westlake, 2018; Guellec, Paunov, 2017; Unctad, 2018).

Finalmente, vale destacar a importância dos ativos intangíveis para a valorização das corporações no mercado acionário dado o seu caráter elástico em relação às perspectivas futuras de geração de caixa. Esse aspecto já havia sido levantado por Hobson no surgimento da corporação moderna, mas atingiu níveis sem precedentes no período recente (Serfati, 2008; Wipo, 2017).

Pode-se destacar também o intenso processo de F&A que tem se verificado no período recente. Com elevada participação do sistema financeiro como organizador e mobilizador das operações, este processo tem levado a ondas sucessivas de concentração, reduzindo o número de competidores relevantes – seja entre empresas do mesmo setor, elevando a concentração de mercado e o controle sobre ativos capazes de garantir a liderança global, seja para colher oportunidades lucrativas em novos setores (Chesnais, 1996; Nolan et al., 2007). Vale destacar ainda a importância das aquisições de *startups* como forma de ampliar o portfólio de conhecimento, tecnologias e patentes, estender o estoque de ativos já existentes, reforçar as barreiras contra concorrentes, entrar em novos segmentos promissores e/ou simplesmente bloquear o acesso de competidores (Mazzucato, 2020). Revela-se, assim, elevada flexibilidade das grandes corporações transnacionais para explorar ao máximo os capitais mobilizados previamente e ao mesmo tempo buscar por novos espaços de valorização.

É importante chamar a atenção para o fato de que as estratégias empresariais discutidas não

implicam a independência das políticas de apoio estatal. Pelo contrário, a estrutura de suporte, em termos de políticas industriais e de ciência, tecnologia e inovação, forjada pelos Estados Nacionais, continua sendo imprescindível ao avanço em setores na fronteira tecnológica – principalmente depois da crise financeira, quando se difundem as medidas de apoio às indústrias associadas à chamada indústria 4.0.

A combinação de flexibilidade, redução de custo, acumulação de ativos intangíveis, proteção via propriedade intelectual, atuação financeira mobilizadora de ganhos não operacionais, valorização patrimonial e apoio do Estado tem se traduzido na expansão significativa do processo de acumulação, apesar de ser canalizada para um número restrito de agentes. Os beneficiados participam como acionistas ou fazem parte da alta gerência e obtêm ganhos expressivos com a valorização acionária, a distribuição de dividendos e a recompra de ações (Lazonick, 2017; Mazzucato, 2020).

O conjunto dessas transformações condiciona a inserção dos países em desenvolvimento no cenário global, assim como as possibilidades colocadas para o seu desenvolvimento social, produtivo e tecnológico. A literatura sobre os impactos da financeirização sobre os países em desenvolvimento também tem crescido nos últimos anos (Fonseca et al., 2019), tendo sido destacados aspectos macroeconômicos decorrentes da abertura financeira, que se traduzem muitas vezes em mudanças intensas e abruptas nos fluxos de capitais e, conseqüentemente, nas taxas de câmbio e juros, criando dificuldades para a adoção de políticas de desenvolvimento (Kaltenbrunner, Painscera, 2015). Em um contexto de crescente liberalização financeira e ausência de controles de capitais, e na ausência de uma estratégia de desenvolvimento produtivo e tecnológico de longo prazo, as decisões de investimento tendem a privilegiar setores com maior vantagem comparativa “natural”, levando a processo de redução da complexidade da estrutura produtiva.

Mas para além dos aspectos macrofinanceiros, as mudanças elencadas anteriormente no processo concorrencial podem ser destacadas como elementos mediadores importantes para interpretar os impactos da financeirização sobre países periféricos. Especificamente para o caso brasileiro, o trabalho de Fonseca et al. (2019) destaca a participação dos investidores institucionais na gestão das empresas como um elemento-chave para a avaliação dos impactos da financeirização. A análise realizada indica que a presença de investidores institucionais na estrutura proprietária das empresas brasileiras exerce uma influência positiva sobre a parcela do ativo destinada às aplicações

financeiras e negativa sobre o investimento em ativos fixos.

Além disso, Fonseca et al. (2019) chamam atenção para a heterogeneidade no perfil dos investidores institucionais operantes no Brasil, destacando a importância dos investidores caracterizados por assumir posições intermediárias em um número limitado de empresas e setores, majoritariamente *asset managers* privados, independentes e nacionais. Estes últimos figuram como os agentes determinantes das maiores aplicações em ativos financeiros e da busca pela liquidez em detrimento do Capex.

No caso específico do Complexo da Saúde, as análises realizadas por Hiratuka et al. (2016) e Bahia et al. (2016) destacam a importância do processo de F&A impulsionado por fundos financeiros no mercado global de serviços de saúde, afetando a consolidação dos grupos empresariais atuantes no Brasil. No entanto, para analisar os impactos sobre o CEIS brasileiro é importante incorporar à análise a forma como o movimento mais geral analisado nesta seção impõe desafios para uma estratégia que combine desenvolvimento produtivo e tecnológico com uma política de saúde universal.

Neste caso, é preciso analisar como o movimento de expansão das grandes empresas no setor de saúde global influencia a direção do avanço tecnológico e, portanto, dos próprios gastos globais em saúde. Afinal, estratégias levadas a cabo pelas empresas do CEIS afetam diretamente as condições de acesso aos produtos e serviços associados à saúde, tanto diretamente, para o consumidor final, quanto por meio dos sistemas de saúde privados e principalmente públicos. Da mesma maneira, se faz necessário observar o processo nos segmentos de serviços de saúde que, embora menos concentrados globalmente, vêm passando por um processo importante de consolidação.

3. ESTRATÉGIAS DAS EMPRESAS DO CEIS GLOBAL EM UM CONTEXTO FINANCEIRIZADO: INOVAÇÃO, RENTABILIDADE, GERAÇÃO E APROPRIAÇÃO DE VALOR

A atividade de saúde desempenha importante papel como indutora do desenvolvimento industrial e tecnológico, da competitividade e do desenvolvimento socioeconômico. O CEIS assume caráter sistêmico e estratégico não só por responder pela maior parte dos investimentos em PD&I – e, portanto, pela geração e difusão de inovações e tecnologias no mundo –, mas também por evidenciar, de forma inter-relacionada, a dinâmica de acumulação característica do capitalismo

contemporâneo. As grandes corporações globais do CEIS caracterizam-se por elevadas taxas de inovação e lucratividade, bem como por forte valorização de mercado, impulsionadas por estratégias financeirizadas, que as posicionam entre as maiores corporações globais.

A maior interpenetração entre as corporações do CEIS e as grandes corporações de tecnologia, no que vem sendo denominado CEIS 4.0, parece reforçar a natureza inovativa, lucrativa e de valor de mercado das empresas do complexo. As possibilidades tecnológicas e de acumulação obtidas a partir das atividades inovativas no âmbito da indústria 4.0, apesar de embrionárias, já demonstraram elevado potencial para provocar alterações expressivas no CEIS nos próximos anos – tornando a saúde elemento-chave no atendimento às novas demandas tecnológicas para a prestação dos serviços; no desenvolvimento industrial, tecnológico e socioeconômico; e no processo de acumulação das grandes corporações globais de saúde e de tecnologia. Ao mesmo tempo, a concentração no setor de serviços de saúde, como seguradoras e hospitais, com a formação de grandes conglomerados de saúde, aponta também para novos desafios para os gestores de política pública.

No que tange à uma estratégia de longo prazo para o CEIS no Brasil, é imprescindível uma discussão aprofundada das formas de articulação do sistema de saúde nacional (público e privado) com uma estrutura de oferta organizada em bases globais, que se destaca por uma dinâmica inovativa e financeirizada agressiva e que vem passando por um conjunto de mudanças significativas nos últimos anos.

Neste contexto, esta seção busca destacar o aumento dos gastos em P&D e da rentabilidade das empresas líderes globais, que crescentemente concentram seus recursos em ativos intangíveis, sobretudo tecnológicos. Parte-se da hipótese de que tais gastos seriam estratégicos para ampliar as capacitações tecnológicas e mercadológicas, reforçando os lucros extraordinários, além de permitirem impulsionar o valor de mercado das empresas, atendendo aos objetivos da estratégia de MVA.

Embora o CEIS seja uma cadeia extremamente complexa, com múltiplas atividades com diferentes características em termos de estrutura de mercado e padrões competitivos, o seu núcleo dinâmico é composto por um conjunto de grandes empresas globais que têm elevado poder de mercado, moldam a direção do avanço tecnológico e influenciam os próprios gastos globais em

saúde. Suas estratégias, portanto, afetam as condições de acesso aos produtos e serviços associados à saúde, tanto diretamente para o consumidor final quanto através dos sistemas de saúde privados e, principalmente, públicos.

3.1. Dinâmica inovativa no CEIS e os elevados gastos em P&D

A atividades inovativas e os ativos intangíveis impulsionam e mantêm elevados os gastos em P&D das grandes corporações do CEIS. Apesar da estratégia agressiva de MVA, ou seja, da destinação de uma parcela substancial dos lucros para a distribuição de dividendos e recompra de ações, as atividades inovativas e os ativos tecnológicos e mercadológicos, como marca e canais de distribuição e vendas, seguem tendo destacada importância no processo de concorrência e de acumulação.

A partir da base de dados do 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard, produzido pela *Industrial Research and Innovation Monitoring and Analysis* (Irima) da Comissão Europeia, com informações para uma amostra composta pelas 2,5 mil empresas globais com maiores gastos em P&D (Top 2500), é possível a construção e análise de uma série de indicadores da atividade inovativa.

Os dados apontam que o CEIS é um complexo com elevados recursos aplicados às atividades inovativas, que superam em termos absolutos e relativos os gastos das demais empresas do Top 2500. Um primeiro indicador é o de gastos em P&D. O setor “farmacêutico e de biotecnologia”, composto por 429 empresas, foi o que mais gastou em P&D, 153,8 bilhões de euros em 2018, o que representou 18,7% do total de gastos em P&D do Top 2500 (823,4 bilhões de euros). Já o setor de “serviços e equipamentos de saúde”, composto por 86 empresas, investiu €16,6 bilhões (Tabela 1).

Tabela 1. Indicadores econômicos, financeiros e de gastos em atividade inovativa para o Top 2500 e os setores associados ao CEIS 2018 (em bilhões de euros e em %)

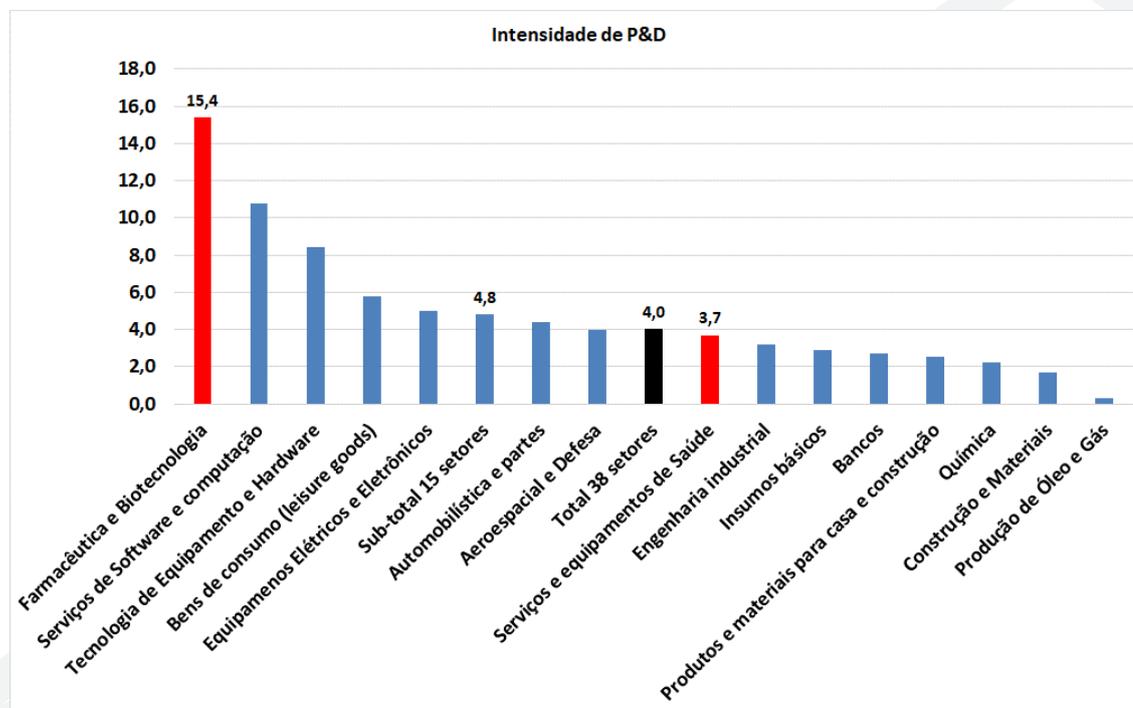
Setores	P&D	Vendas Líquidas	Intensidade de P&D	Lucros Operacionais	Rentabilidade	Emprego
	€ bilhões	€ bilhões	(%)	€ bilhões	(%)	milhões
Farmacêutica e Biotecnologia	153,8	968	15,4	130,4	14,1	2,6
Tecnologia de equipamento e hardware	127,8	1.522	8,4	237,9	15,6	3,5

Automobilística e partes	127,8	2.708	4,4	149,0	5,5	7,6
Serviços de software e computação	117,7	1.086	10,8	186,1	17,3	3,7
Equipamentos elétricos e eletrônicos	64,2	1.282	5,0	136,0	10,6	5,4
Engenharia industrial	29,9	924	3,2	91,3	9,9	3,5
Química	22,5	1.010	2,2	115,0	11,4	1,7
Insumos básicos	20,4	701	2,9	39,3	5,7	2,2
Aeroespacial e Defesa	20,2	506	4,0	52,7	10,0	1,7
Serviços e equipamentos de Saúde	16,6	444	3,7	36,7	8,4	1,5
Construção e materiais	15,7	908	1,7	63,8	7,0	2,8
Bens de consumo (<i>leisure goods</i>)	15,7	270	5,8	24,7	9,1	0,8
Bancos	10,7	394	2,7	104,8	26,6	1,7
Produção de Óleo e Gás	9,3	2.813	0,3	392,6	14,0	1,8
Produtos e materiais para casa e construção	8,5	337	2,5	24,1	7,2	1,2
Subtotal 15 setores	760,8	15.873,2	4,8	1.784,4	11,2	41,7
Total 38 setores	823,4	20.351,6	4,0	2.275,7	11,2	55,6

Fonte: 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard. Comissão Europeia.

Outro indicador importante é o de intensidade tecnológica, definido pela relação entre os gastos em P&D e a receita líquida. O indicador do setor “farmacêutico e de biotecnologia” aponta para gastos em P&D proporcionais a 15,4% da receita líquida de € 968 bilhões, o mais elevado indicador entre os 38 setores, quase quatro vezes superior à média de 4% do total de empresas da amostra. Para o setor de “serviços e equipamentos de saúde”, o indicador de intensidade tecnológica foi de 3,7%, bem próximo da média do Top 2500 (Tabela 1 e Gráfico 1).

Gráfico 1. Indicador de intensidade tecnológica (relação gastos em P&D e receita líquida) para setores selecionados 2018 (em %)



Fonte: *The 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard*.

A base de dados do 2019 *EU Industrial R&D Investment Scoreboard* também fornece a evolução dos indicadores de gastos em P&D, receita líquida e intensidade tecnológica para uma amostra menor de empresas (1.400), que aparecem no ranking nos dois anos-base de 2009 e 2018, permitindo uma comparação mais precisa da evolução dos indicadores (Tabela 2).

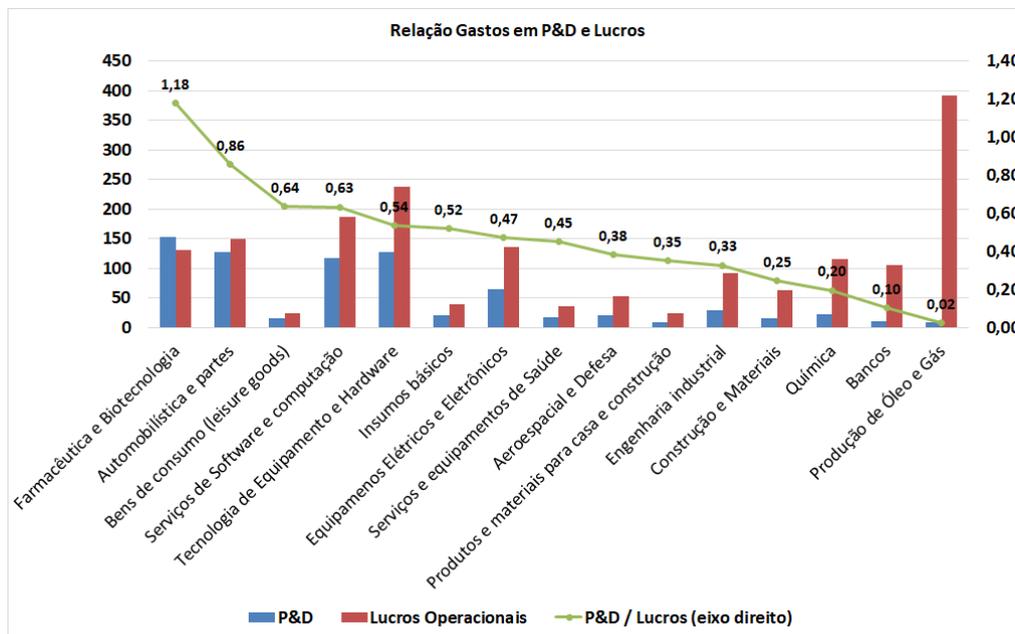
A evolução dos indicadores entre os dois anos confirma a elevada intensidade tecnológica das atividades de saúde em relação às demais atividades, inclusive as de tecnologia de informação e comunicação. Importante destacar também o fato do indicador de intensidade tecnológica ter permanecido no elevado patamar de 10,4%, sinalizando uma estratégia agressiva e contínua de P&D. A redução do indicador de intensidade tecnológica para o complexo de saúde entre as duas bases de dados, Top 2500 e Top 1400, se deve à exclusão na segunda base de dados de muitas empresas de biotecnologia, que não constavam da base em 2009 – empresas que, em geral, apresentam elevados gastos em P&D, mas ainda com receitas líquidas relativamente reduzidas.

Tabela 2. Receita líquida, gastos em P&D e intensidade tecnológica por atividade 2009-2018 (em bilhões de euros e em %)

Atividades	Rec. Liq. 2009	Rec. Liq. 2018	Variação (%)	P&D 2009	P&D 2018	Variação (%)	Int. Tec 2009	Int. Tec 2018
Saúde	838,8	1.256,1	49,7	87,1	131,1	50,5	10,4	10,4
Automotivo e outros transportes	1.638,5	2.528,8	54,3	74,4	116,3	56,3	4,5	4,6
TIC produto	1.137,0	1.541,4	35,6	79,1	114,2	44,4	7,0	7,4
TIC serviços	823,5	1.266,1	53,7	41,3	76,2	84,5	5,0	6,0
Indústria pesada e insumos básicos	1.357,5	1.417,7	4,4	25,8	32,6	26,4	1,9	2,3
Aeroespacial e Defesa	131,7	168,3	27,8	7,4	9,1	23,0	5,6	5,4
Subtotal	5.927,0	8.178,4	38,0	315,1	479,5	52,2	5,3	5,9
Total	10.443,6	15.326,9	46,8	375,5	623,2	66,0	3,6	4,1

Fonte: 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard. Comissão Europeia.

A relação entre os lucros líquidos e os recursos gastos em P&D é outro indicador importante para avaliar os esforços de P&D, sobretudo para setores que adotam uma estratégia agressiva de MVA, como é o caso do segmento farmacêutico e de biotecnologia e do de tecnologias de informação e comunicação (TICs). Novamente, o setor é destaque entre todos os setores, com uma relação de 1,18, o que significa que os gastos em P&D superaram os lucros em 2018. Essa relação está muito acima da média do Top 2500 de 0,36. Nos casos dos setores de equipamentos e serviços de saúde (0,45), serviços de software e computação (0,63) e de tecnologia de equipamento e hardware (0,54), os indicadores também são mais elevados que a média do Top 2500 (Gráfico 2).

Gráfico 2. Relação gastos em P&D e lucro para setoresselcionados 2018


Fonte: *The 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard*.

A Comissão Europeia disponibiliza outra base de dados para 2.000 empresas com maiores gastos em P&D (doravante denominada de Top 2000). Esta última, além das informações de receita líquida, gastos em P&D, lucratividade e Capex fornecidas na base Top 2500, tem também informações sobre as patentes, tratadas mais adiante no relatório. A base permite avaliar a evolução dos indicadores para o período 2013-2016, tendo sido selecionados 13 setores pertencentes ao Complexo da Saúde conforme classificação NACE 2.0, como explicitado no Quadro 1. A partir da classificação proposta, 316 empresas do ranking Top 2000 foram identificadas como pertencentes a seis setores entre os selecionados. O Quadro 1 descreve o número de empresas em cada setor do complexo.

Tabela 3. Número de empresas em cada setor do CEIS 2013-2016

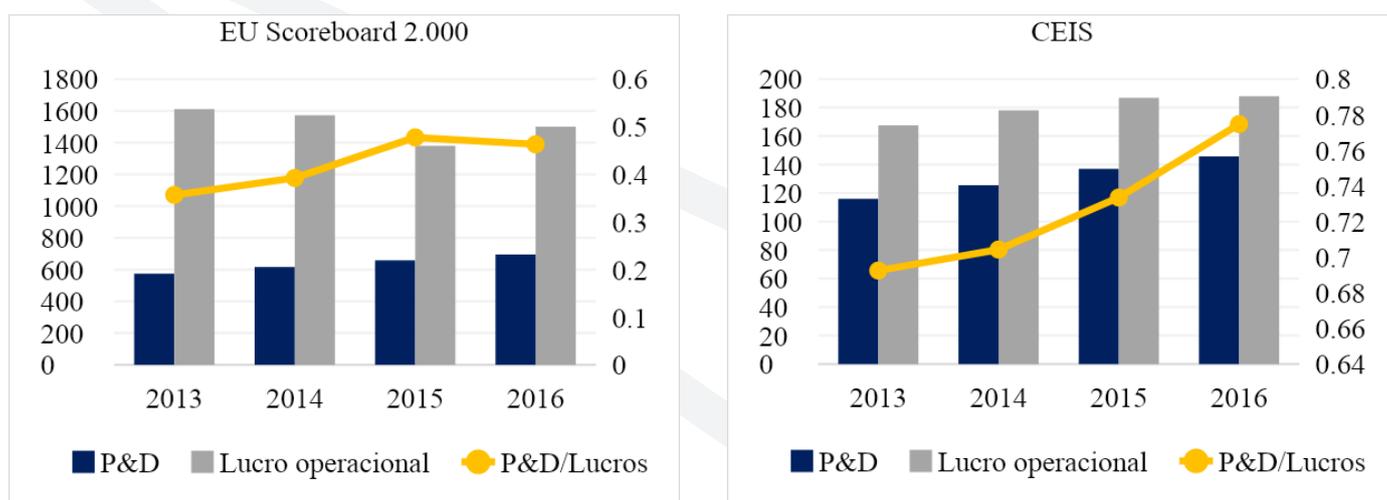
NACE	n()	
21.10	Manufacture of basic pharmaceutical products	64
21.20	Manufacture of pharmaceutical preparations	764
26.60	Manufacture of irradiation, electromedical and electrotherapeutic equipment (includes manufacture of medical ultrasound equipment, electrocardiographs, electromedical endoscopic equipment and medical laser equipment)	48
32.50	Manufacture of medical and dental instruments and supplies	164

72.11	Research and experimental development on biotechnology	220
86.10	Hospital activities	-
86.21	General medical practice activities	-
86.22	Specialist medical practice activities	-
86.23	Dental practice activities	-
86.90	Other human health activities	4
87.10	Residential nursing care activities	-
87.20	Residential care activities for mental retardation, mental health and substance abuse	-
87.30	Residential care activities for the elderly and disabled	-

Fonte: Comissão Europeia e OCDE. JRC/OECD, COR&DIP© database v.2, 2019.

As informações da base Top 2000 confirmam a análise anterior para o Top 2500 no ano de 2018, pois apontam o elevado patamar, além da evolução crescente, do indicador da relação gastos em P&D e lucro operacional para o Complexo de Saúde *vis-à-vis* o indicador médio da relação para o Top 2000 (Gráfico 3).

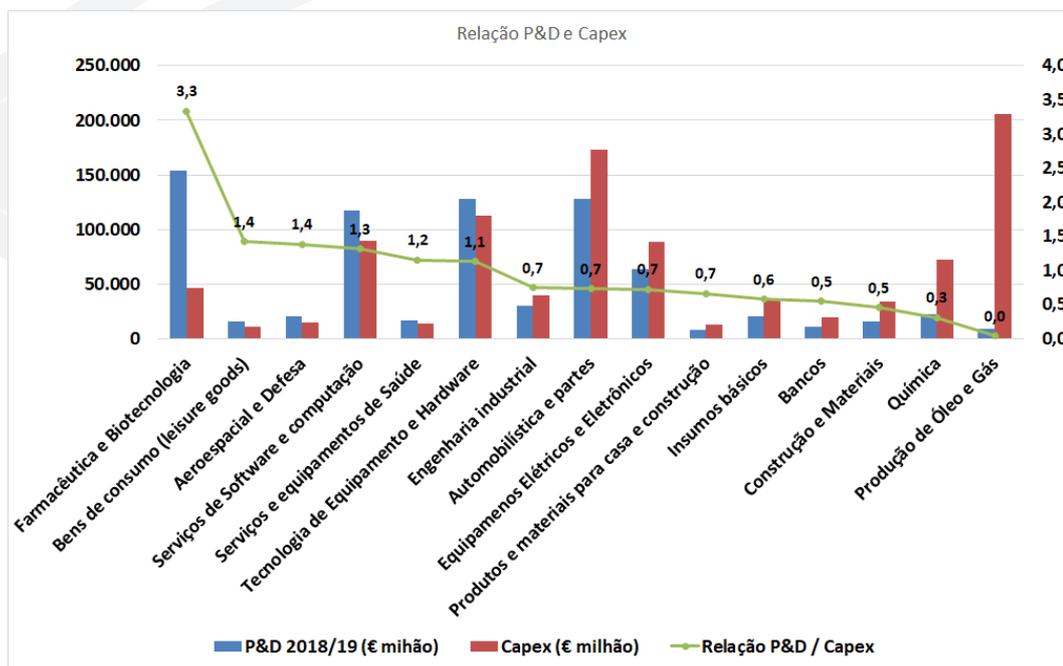
Gráfico 3. Gastos em P&D e lucro operacional para o total de empresas e para as empresas pertencentes aos CEIS 2013-2016 (em bilhões de euros)



Fonte: JRC/OECD, COR&DIP© database v.2, 2019.

Outro indicador relevante para avaliar os esforços em atividades inovativas e também a importância dos ativos intangíveis, sobretudo os tecnológicos, *vis-à-vis* os ativos produtivos, é a comparação entre os gastos em P&D e os investimentos produtivos (Capex). No setor “farmacêutico e de biotecnologia” os gastos em P&D superaram em muito os investimentos produtivos, numa relação de 3,3 para 1, o que sinaliza a estratégia de dar maior foco aos ativos intangíveis. O mesmo é observado para o setor de serviços e equipamentos de saúde (1,2) e para os setores de serviços de software e computação (1,3) e tecnologia de equipamento e hardware (1,1), setores protagonistas das tecnologias digitais e para os quais os ativos tecnológicos são críticos no processo de concorrência e acumulação. Para o Top 2500, os gastos em P&D ficaram bem abaixo do Capex, com uma relação de 0,36 (Gráfico 4).

Gráfico 4. Relação entre gastos em P&D e Capex para setores selecionados 2018

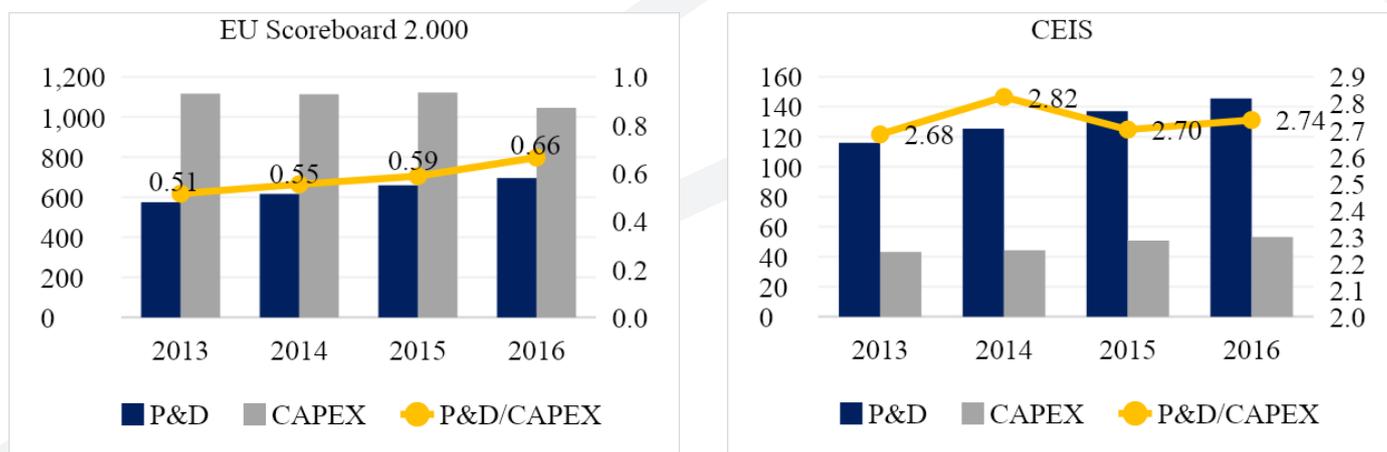


Fonte: 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard.

Os indicadores Top 2000 permitem avaliar a evolução P&D e Capex para o período 2013-2016. O Gráfico 5 demonstra que, apesar da tendência de aumento na relação entre o P&D e o Capex para o Top 2000, os investimentos produtivos ainda superaram os gastos com P&D, diferentemente

do que ocorre nas empresas do CEIS, onde a evolução da relação gasto em P&D e Capex, além de crescente, é mais elevada, até porque os gastos em P&D superam o Capex.

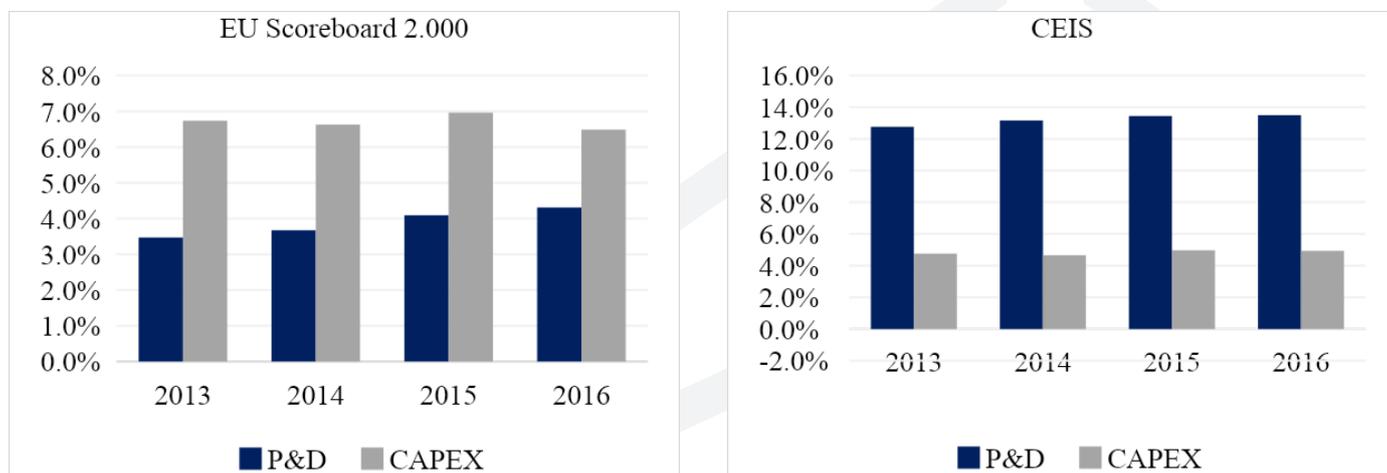
Gráfico 5. Gastos em P&D e Capex para o total de empresas e para as empresas pertencentes aos CEIS 2013-2016 (em bilhões de euros)



Fonte: JRC/OECD, COR&DIP© database v.2, 2019.

O Gráfico 6 pondera os gastos em P&D e CAPEX pelas vendas líquidas, apresentando os valores percentuais para o total de empresas e para as empresas pertencentes ao CEIS. A Tabela 4 aprofunda a análise dos gastos de P&D e Capex para os setores selecionados como pertencentes ao CEIS (316 empresas) na base de dados COR&DIP©v.2.

Gráfico 6. Intensidade P&D e Capex para o total de empresas e para as empresas pertencentes ao CEIS – 2013 – 2016 (em %)



Fonte: JRC/OECD, COR&DIP© database v.2, 2019.

Tabela 4. Gastos em P&D para setores selecionados 2013-2016 (em bilhões de euros)

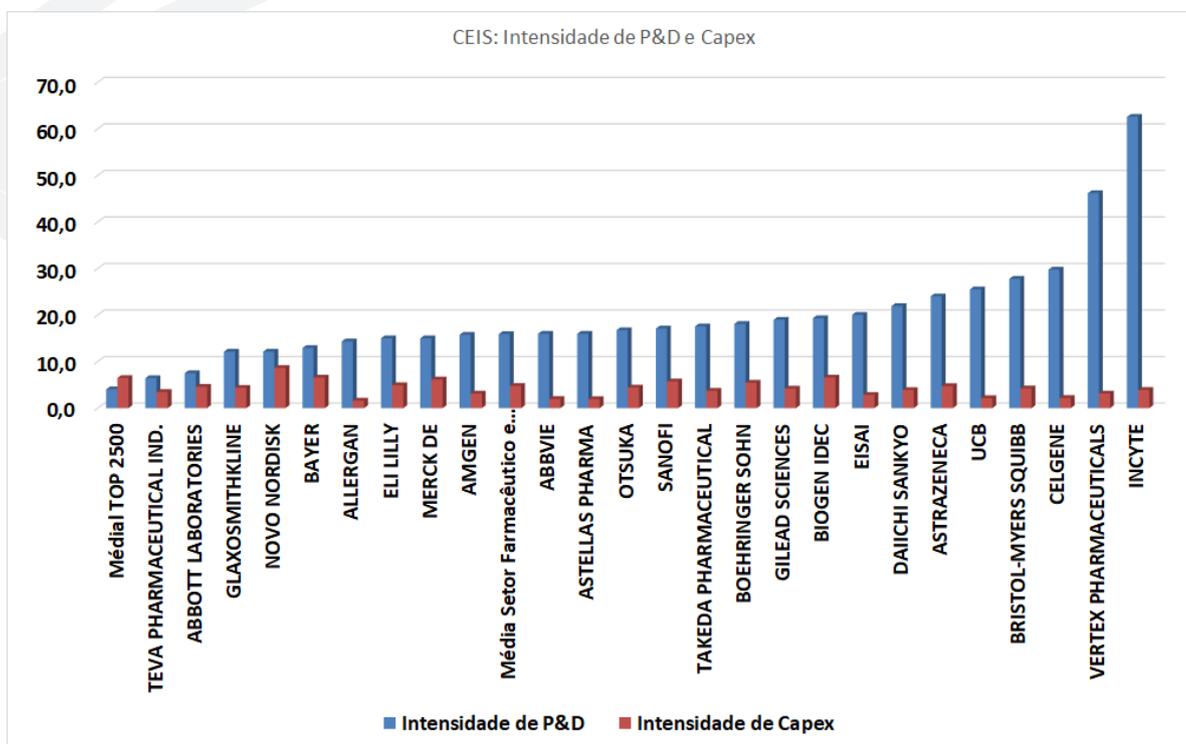
ANO	NACE2	P&D	CAPEX
2013	Manufacture of basic pharmaceutical products	1,53	0,75
	Manufacture of pharmaceutical preparations	104,87	35,50
	Manufacture of irradiation, electromedical and electrotherapeutic equipment	2,40	1,02
	Manufacture of medical and dental instruments and supplies	6,03	5,82
	Research and experimental development on biotechnology	1,09	0,10
	Other human health activities	-	-
2014	Manufacture of basic pharmaceutical products	1,62	0,62
	Manufacture of pharmaceutical preparations	112,73	35,49
	Manufacture of irradiation, electromedical and electrotherapeutic equipment	2,66	1,31
	Manufacture of medical and dental instruments and supplies	6,42	6,72
	Research and experimental development on biotechnology	1,93	0,25
	Other human health activities	0,00	-
2015	Manufacture of basic pharmaceutical products	1,83	0,71
	Manufacture of pharmaceutical preparations	122,39	41,39
	Manufacture of irradiation, electromedical and electrotherapeutic equipment	3,29	1,77
	Manufacture of medical and dental instruments and supplies	6,32	6,56
	Research and experimental development on biotechnology	3,16	0,28
	Other human health activities	0,01	0,00
2016	Manufacture of basic pharmaceutical products	2,06	0,66
	Manufacture of pharmaceutical preparations	128,55	42,96
	Manufacture of irradiation, electromedical and electrotherapeutic equipment	3,41	1,99

Manufacture of medical and dental instruments and supplies	7,06	7,05
Research and experimental development on biotechnology	4,51	0,53
Other human health activities	0,04	0,00

Fonte: JRC/OECD, COR&DIP© database v.2, 2019.

O Gráfico 7 fornece o indicador de intensidade tecnológica (gastos em P&D e receita líquida) e intensidade de Capex (investimento e receita líquida) para uma amostra selecionada de grandes corporações no segmento farmacêutico e de biotecnologia. Para todas as grandes corporações, sem exceção, o indicador de intensidade tecnológica supera o indicador para o Top 2500, e mais, para todas empresas selecionadas os gastos em P&D superaram o Capex.

Gráfico 7. Indicador de Intensidade Tecnológica e de Capex para grandes corporações farmacêuticas e de biotecnologia selecionadas 2018 (em %)



Fonte: 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard.

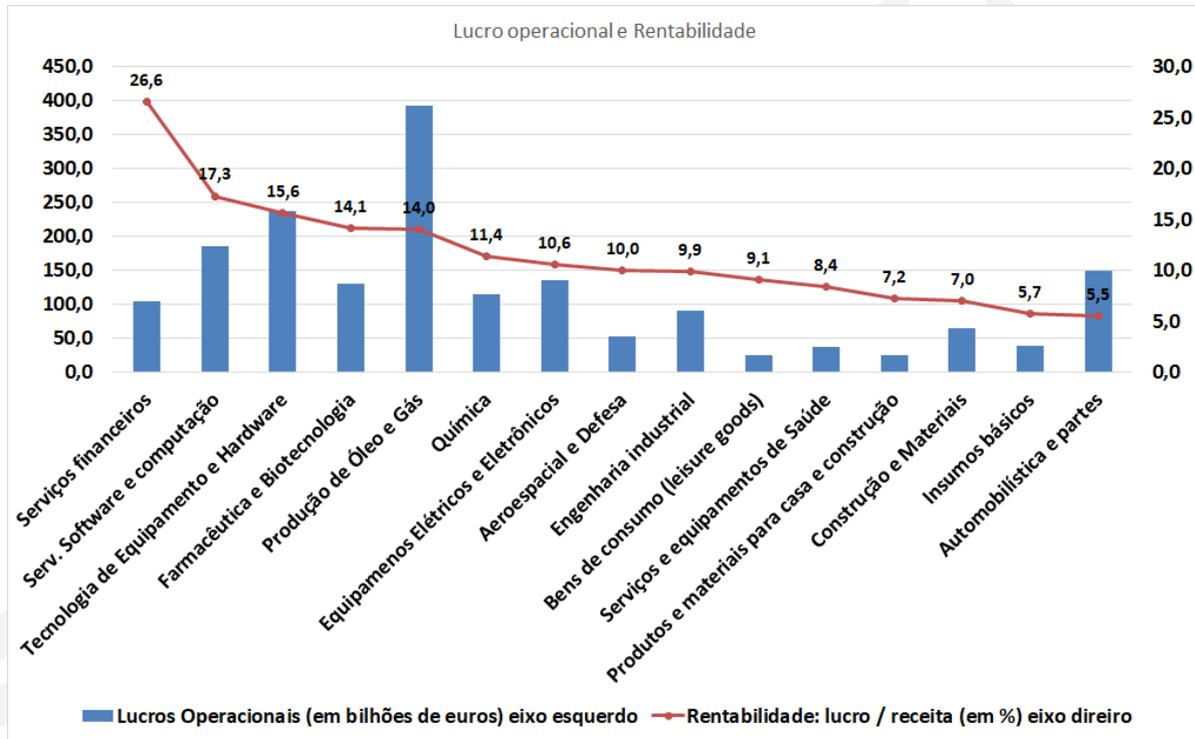
Cabe destacar, porém, um aspecto levantado por vários autores, de que o processo de de-

envolvimento de novos medicamentos inovadores, que não é resultado apenas dos gastos em P&D das empresas, mas é sustentado também por fortes investimentos públicos, constituindo um ecossistema em que o investimento privado é recorrentemente potencializado pelos investimentos públicos (Gotham et al., 2017; Tulum, Lazonick, 2019; Mazzucato, Roy, 2019). A análise realizada por Cleary et al. (2018) mostrou que todos os 210 medicamentos aprovados pela Food and Drug Administration (FDA) entre 2010 e 2016 estavam relacionados direta ou indiretamente a pesquisas financiadas pelo National Institute of Health (NIH). Ou seja, embora os gastos públicos em P&D no setor sejam relevantes, os benefícios observados a partir de indicadores de rentabilidade acabam concentrados no setor privado.

3.2. Elevada lucratividade no CEIS

O CEIS constitui-se em uma atividade bastante lucrativa no Brasil e no mundo, sobretudo no seu segmento “farmacêutico e de biotecnologia”. Segundo informações do *2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard*, a rentabilidade (lucro sobre receita líquida) do segmento farmacêutico e de biotecnologia foi de 14,1% em 2018, contra uma rentabilidade média de 11,2% do Top 2500, ficando abaixo apenas dos serviços financeiros (26,6%), serviços de software e computação (17,3%) e tecnologias e equipamentos de hardware (15,6%) – setores protagonistas das novas tecnologias digitais (Tabela 1 e Gráfico 8).

Gráfico 8. Lucro operacional (em bilhões de euros) e rentabilidade (lucro / receita líquida em %) 2018

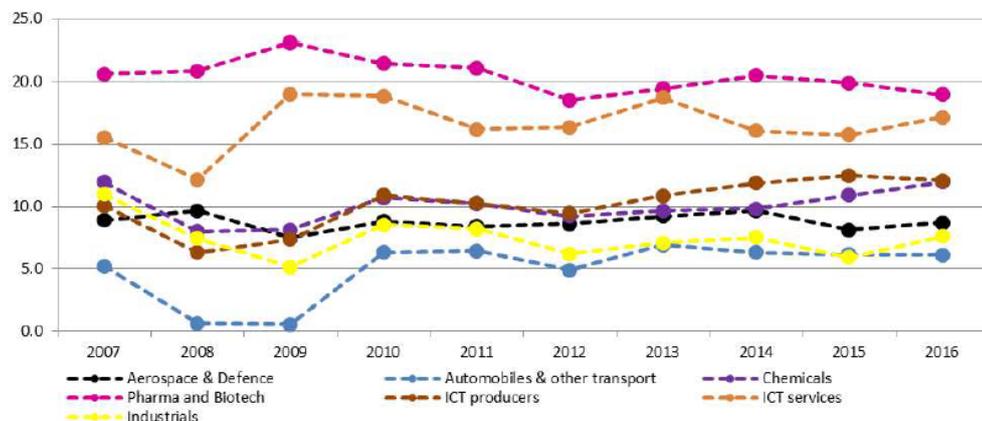


Fonte: 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard.

O Gráfico 9 permite observar a evolução da rentabilidade do setor “farmacêutico e de biotecnologia” em relação a outros setores. No período 2007-2016 a rentabilidade do setor “farmacêutico e de biotecnologia” foi sempre superior à dos demais setores, inclusive dos setores de serviços e produtos de tecnologias de informação e comunicação (TICs).

Gráfico 9. Rentabilidade de setores selecionados 2007-2016

Figure 5.3 - Profitability trends (all sectors)



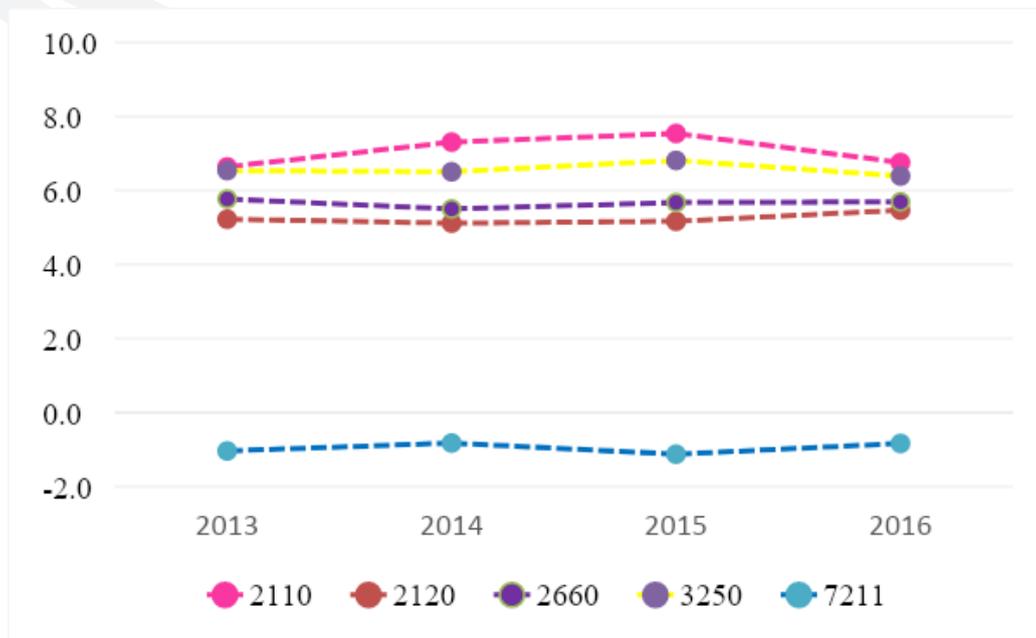
Note: Profitability (sales as percentage of profits) has been computed on 1434 out of the top 2000 for which data are available for the entire period 2007-2016. Data on the “Others” sector not shown. These companies represent 86.9% of R&D, 84.6% of Net Sales and 85.5% of Operating Profits of the companies in the whole sample in 2016.

Source: The 2019 EU Industrial R&D Investment Scoreboard, European Commission, JRC/DG RTD

Fonte: 2019 EU Industrial Investment Scoreboard, European Commission, JCR/DG RTD.

Nota: A rentabilidade é medida como a participação das vendas líquidas nos lucros operacionais.

Gráfico 10. Rentabilidade dos setores pertencentes ao CEIS



Fonte: JRC/OECD, COR&DIP© database v.2, 2019.

Nota: Não há informações para o setor 8690 devido ao número reduzido de empresas em cada ano, o que afetaria o cálculo dos valores médios.

Os elevados preços de produtos e serviços no Complexo de Saúde, sobretudo no segmento farmacêutico, e, por consequência, a elevada rentabilidade, costumam ser justificados pelas empresas do setor em razão da necessidade dos investimentos em P&D – necessários para o desenvolvimento de novos medicamentos, mas, ao mesmo tempo, sujeitos aos elevados riscos inerentes aos longos processos de descoberta, desenvolvimento e testes clínicos com produtos inovadores.

Embora o gasto em P&D geralmente seja enfatizado pelas grandes empresas globais para justificar o elevado preço de seus produtos, é possível destacar alguns elementos que podem fundamentar o questionamento à relação direta entre lucros elevados e P&D voltados para a melhora da saúde da população.

De imediato, é importante destacar a baixa elasticidade-renda da demanda por medicamentos. Evidentemente, em caso de necessidade de tratamento de saúde e medicamentos, a lógica da resposta, em termos de consumo, a alterações no preço se coloca de maneira muito diferente da de outros produtos, conferindo elevado poder de monopólio aos ofertantes.

As estratégias inovativas e de proteção das inovações pelo sistema de patentes, segredos industriais e marcas também têm possibilitado elevadas margens de lucratividade e retorno sobre o capital investido no CEIS. A proteção gerada pelo sistema de patentes, justificada pela necessidade de proteção à atividade inovativa, tem sofrido distorções associadas, por exemplo, à prática generalizada do lançamento de drogas estruturalmente muito similares a fármacos já conhecidos (*me-too drugs*), mas com pequenas diferenças farmacoterapêuticas capazes de resultar em proteção patentária, preços e margens de lucro mais elevados (Mazzucato, Roy, 2019).

Vários estudos apontam que o número de medicamentos aprovados que efetivamente representam benefícios consideráveis para os pacientes é reduzido. Em um estudo para 216 medicamentos introduzidos na Alemanha entre 2011 e 2017 e analisados pelo Instituto de Qualidade e Eficiência na Assistência à Saúde (IQWiG), apenas 25% foram considerados como tendo grandes benefícios adicionais (Wiesler, Macgauran, Kaiser, 2019). Na avaliação realizada pela Prescrire Internacional de 906 medicamentos lançados na Europa entre 2010 e 2019, apenas cerca de 8% ofereciam benefícios adicionais claros, outros 52% não representavam nenhum benefício adicional e 16% ofereciam mais contraindicações do que benefícios (Prescrire International, 2020).

Frequentemente, as empresas do setor usam também a prática de realizar melhorias marginais como forma de obter patentes secundárias e estender o período de proteção, mantendo os lucros elevados (Mazzucato, 2018). Os 12 medicamentos mais vendidos em 2017 nos Estados Unidos tinham 848 patentes associadas a eles, o que resultava em uma média de 71 patentes por medicamento. Considerando as patentes solicitadas, a média se elevava para 125 patentes, resultando em um bloqueio potencial de competidores de, em média, 38 anos (I-MAK, 2018).

Além disso, como já destacado anteriormente, parte importante das pesquisas são financiadas com recursos públicos. As inovações são resultado não apenas dos esforços empresariais, mas envolvem investimentos significativos de agentes, instituições e fundos públicos e, portanto, da sociedade como um todo.

Paralelamente, os resultados da inovação são capturados por uma parcela pequena de agentes que, além de protegidos por patentes, utilizam estratégias ativas para ampliar a proteção sem necessariamente agregar benefícios concretos.

As estratégias de F&A não só possibilitam o acesso a ativos estratégicos, como também provocam uma maior concentração de mercado e centralização de capital. Essas estratégias, inclusive, envolvem não somente empresas do CEIS, mas, cada vez mais, investidores institucionais do sistema financeiro e operações entre empresas do CEIS e de outros setores ligados às novas tecnologias digitais. O resultado é não só concentração de mercado e centralização do capital, mas também uma maior interpenetração do capital financeiro nas atividades de saúde e tecnologia e um maior poder de mercado dessas companhias, que se reflete nos preços e nas margens de lucro no CEIS.

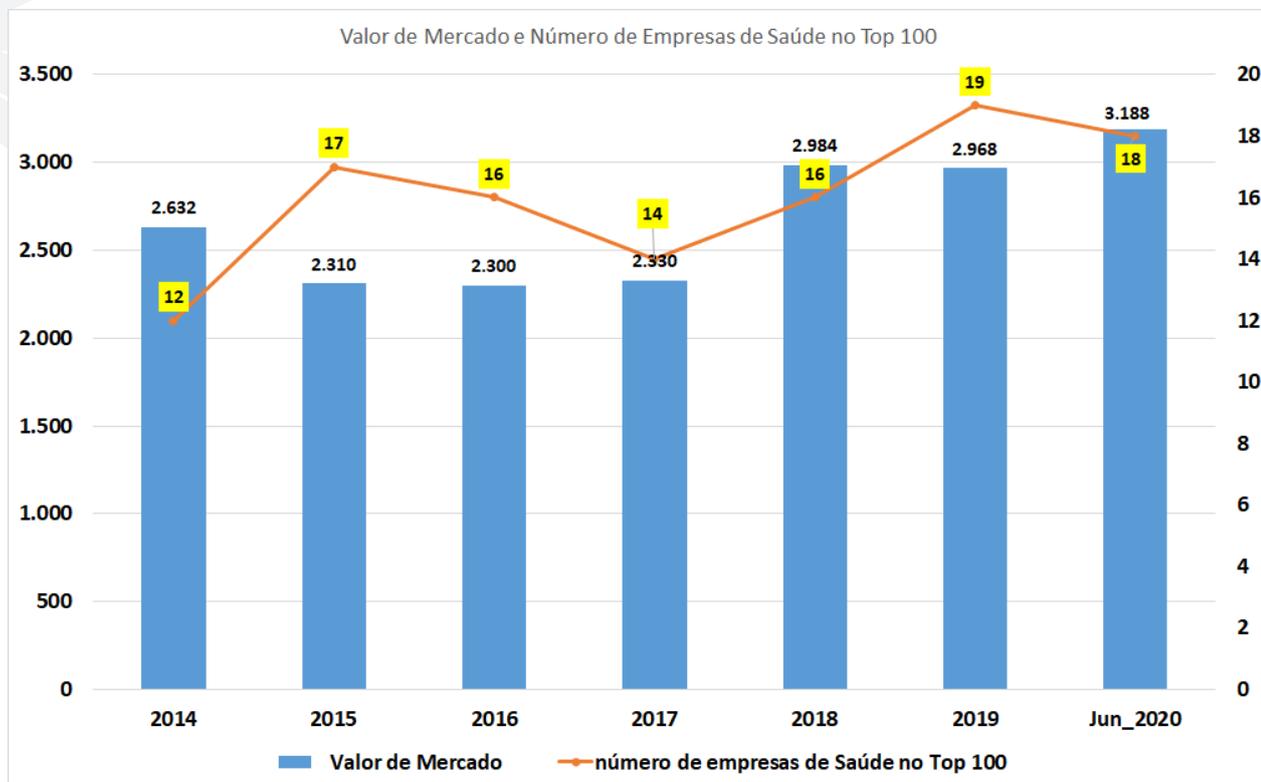
3.3. Capitalização de mercado e estratégia de maximização do valor do acionista nas corporações do CEIS

Os elevados gastos em P&D, a gestão estratégica dos ativos intangíveis, as operações de F&A de empresas e controle societário e as estratégias de proteção patentária das inovações, ao determinarem uma elevada lucratividade e expectativas positivas com relação aos retornos futuros, compõem uma estratégia de valorização patrimonial que se reflete na evolução do valor de mercado das empresas do CEIS.

A hipótese defendida no trabalho é que os gastos em atividades inovativas e as operações de F&A seriam estratégicos não só para ampliar as capacitações tecnológicas e mercadológicas, reforçando os lucros extraordinários, mas também para impulsionar o valor de mercado das empresas.

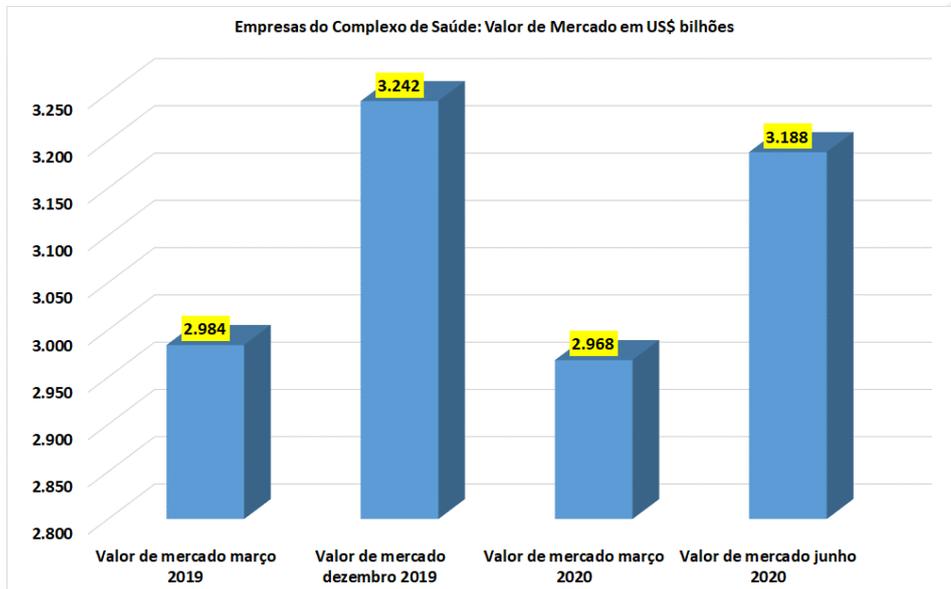
Segundo o ranking elaborado pela PWC em 2019, das cem (100) maiores corporações (Top 100) globais, segundo o valor de mercado, dezenove (19) empresas pertenciam ao complexo da saúde, com forte predominância das corporações farmacêuticas. O valor de mercado das empresas do complexo da saúde totalizava o expressivo valor de US\$ 3,2 trilhões em dezembro de 2019. Após uma forte desvalorização das empresas por conta da retração econômica e das incertezas provocadas pela pandemia da Covid-19, os valores de mercado se recuperaram rapidamente e, em junho de 2020, praticamente retornaram ao patamar pré-pandemia – em grande medida influenciados pelas especulações em torno das vacinas para o coronavírus.

Gráfico 11. Número de empresas do complexo de saúde no top 100 e capitalização de mercado (em US\$ bilhões)



Fonte: PWC *Global Top 100 Companies by Market Capitalisation*. Várias edições.

Gráfico 12. Valor de mercado das corporações do complexo de saúde no Top 100 (em US\$ bilhões)



Fonte: PWC *Global Top 100 Companies by Market Capitalisation*. Várias edições.

Cabe destacar ainda a generalização da lógica e estratégia de maximização do valor do acionista (MVA), no âmbito de uma dinâmica de acumulação global cada vez mais financeirizada, com a agressiva distribuição de dividendos e uso de recursos na recompra de ações. De acordo com Tulum e Lazonick (2019), entre as 19 empresas farmacêuticas presentes no S&P 500, o valor total gasto em P&D entre 2007 e 2016 foi de US\$ 488 bilhões. No entanto, a distribuição de dividendos somou US\$ 267 bilhões e as recompras de ações totalizaram US\$ 296 bilhões. O valor das recompras e dividendos foi equivalente a 18,2% das receitas, enquanto os gastos em P&D equivaleram a 15,8%.

O direcionamento dos recursos corporativos para a distribuição de dividendos e a recompra de ações é considerado um dos principais indicativos da financeirização das corporações não-financeiras. Estas crescentes transferências caracterizam um modelo de gestão que Lazonick e O'Sullivan (2000) designaram “diminuir e distribuir”, em detrimento do modelo observado durante o capitalismo gerencial do “reter e reinvestir”, reiterando o princípio da MVA.

A publicação da empresa de consultoria PWC (*Global Top 100 Companies by Market Capitalisation*) aponta que as empresas do complexo de saúde, que participam no ranking, distribuíram aos

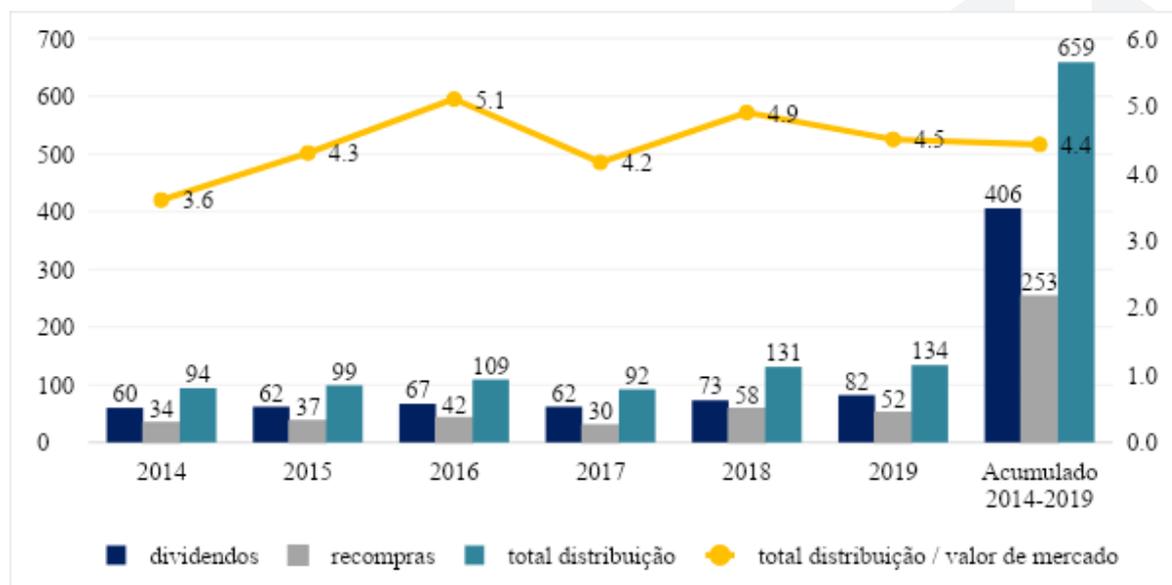
seus acionistas US\$ 324 bilhões em dividendos no período de 2014-2018. Além disso, realizaram recompras de ações no valor de US\$ 201 bilhões. Na média do período, a relação entre o total distribuído (dividendos e recompras) e o valor de mercado foi de 4,4%, contra a média de 4% das cem maiores empresas globais (Gráfico 13).

Além de direcionar recursos para valorizar as ações, resultando em benefícios para uma parcela pequena de investidores, é importante destacar outra faceta importante dessas estratégias, que é sua influência sobre os processos de fusão e aquisição. Esses processos, impulsionados pela valorização acionária e pela participação de grandes investidores institucionais na capitalização das operações, reforçam o grau de concentração global e de controle sobre ativos comerciais e ativos tecnológicos protegidos por patentes. Segundo Busfield (2020), os investidores institucionais estão cada vez mais presentes na estrutura de propriedade das grandes empresas farmacêuticas. A título de ilustração, controlam 75,1% da Pfizer; 76,8% da Merck; 68,1% da Johnson & Johnson; 70,1% da AbbVie; 80,1% da Gilead; 79,3% da Amgen; 74,3% da Bristol Myers Squibb e 79,7% da Eli Lilly.

Como os investimentos no segmento “farmacêutico e de biotecnologia” demandam elevados recursos – seja em P&D seja nos processos posteriores de registro e regulamentação das inovações –, em geral, as pequenas empresas, mesmo que com potencial para desenvolvimento de etapas incrementais relevantes do processo inovativo, são adquiridas, até porque dificilmente seriam capazes de acompanhar o patamar vigente de gastos para se manter na trajetória tecnológica.

As grandes empresas, por sua vez, além de adquirirem capacitações tecnológicas, garantem maior escala e controle sobre o investimento em ativos intangíveis, como o realizado na marca, marketing e distribuição (Montalban, Sakinç, 2013). O resultado é a evidente valorização das grandes empresas dos segmentos relacionados ao CEIS e o processo de concentração de mercado.

Gráfico 13. Recompras ações e distribuição de dividendos das empresas de cuidados de saúde entre as 100 maiores empresas globais (em US\$ bilhões)



Fonte: PWC 100 maiores empresas globais de capital aberto por valor de mercado (2020).

4. FUSÕES E AQUISIÇÕES E O CONTROLE SOBRE ATIVOS ESTRATÉGICOS

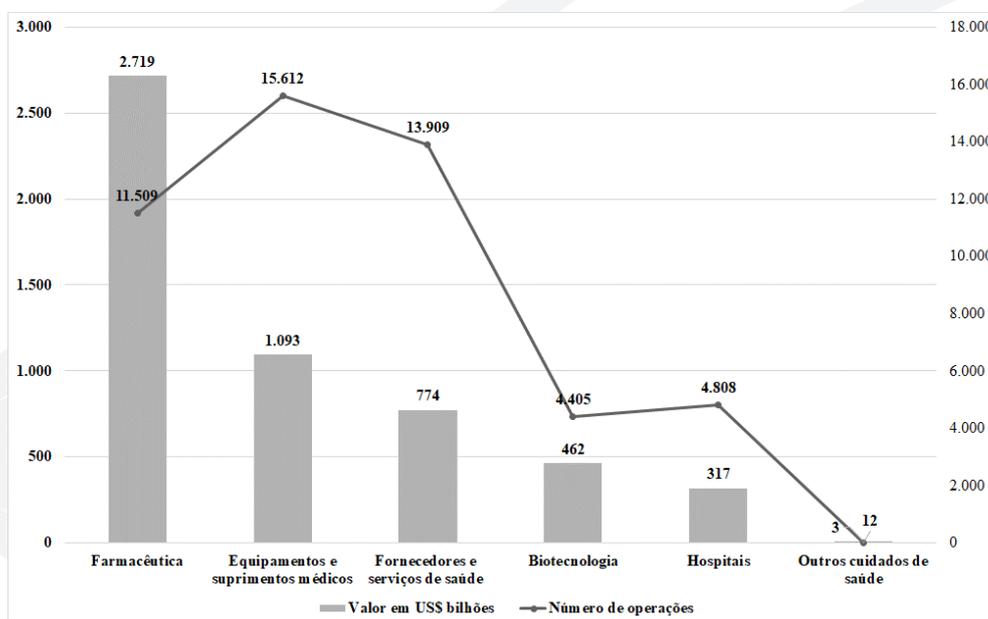
A seção anterior destacou que as grandes corporações do setor apresentam um forte dinamismo, com elevada rentabilidade, valorização de mercado e gastos em P&D. Também chamou a atenção para o fato de o setor se apropriar de grande parte dos investimentos realizados pelos sistemas públicos de pesquisa, tendo estratégias ativas para proteção de suas patentes, o que reforça sua elevada capacidade de acumulação e de distribuição de dividendos.

A forte capacidade de acumulação, por sua vez, se traduz em um movimento de expansão das escalas de operação internacional, impulsionando a concorrência capitalista. O movimento típico de expansão tem ocorrido por meio do processo de F&A, reforçando a tendência de aumento dos ativos comerciais, produtivos, mercadológicos, tecnológicos e financeiros a nível global.

As informações do Gráfico 14 mostram que a estratégia de aumento de escala e de reforço das capacitações produtivas e tecnológicas via operações de F&A é um fenômeno global que não se resume apenas ao setor farmacêutico. O valor das mais de 50 mil operações compiladas pelo Institute for Mergers, Acquisitions and Alliance (IMMA), realizadas em todos os segmentos associados

ao CEIS entre 1995 e 2016, chegou a 5,4 trilhões de dólares. Além do setor farmacêutico, onde foram registradas 11,5 mil operações, com valor acumulado de US\$ 2,7 trilhões, é possível verificar que a estratégia também atinge fortemente o setor de equipamentos (15,6 mil operações no valor de US\$ 1,1 bilhão) e insumos médicos e serviços de saúde (13,9 mil operações no valor de US\$ 774 bilhões); e hospitais (4,8 mil operações e valor de US\$ 317 bilhões).

Gráfico 14. Valor e número de operações de A&F no CEIS 1995-2016 (acumulado)



Fonte: Institute for Mergers, Acquisitions and Alliance (IMMA).

Como aventado anteriormente, analisar a dinâmica entre a financeirização e a estrutura produtiva e tecnológica no CEIS não implica apenas constatar a largamente discutida sobreposição entre o investimento financeiro e o produtivo. Em um mundo crescentemente globalizado, caracterizado por novas formas de organização da produção e de acumulação do capital, a lógica financeira não se sobrepõe à produtiva, mas se embrinca a ela, delimitando uma nova estratégia de valorização, que inclui a criação, apropriação, desenvolvimento e proteção do conhecimento gerado.

Nesse contexto, a valorização patrimonial passa não só pelo investimento em PD&I e em outros ativos intangíveis, mas também pela aquisição desse conhecimento e ativos via F&A, ilustrando a predominância do valor patrimonial sobre o investimento novo – este último muitas vezes gerado

por universidades e *startups*, potencialmente financiadas pelo poder público. Também é possível destacar que a expansão em direção a novos mercados e a internacionalização das empresas do CEIS têm sido realizadas fortemente através de F&A, impulsionada pela ampla mobilidade possibilitada pelo caráter financeiro das estratégias das empresas líderes (Montalban, Sakinç, 2013).

A financeirização e a própria dinâmica produtiva e tecnológica do CEIS associam-se a um processo inter-relacionado de concentração do capital, centralização dos ativos intangíveis (marcas, patentes e outras propriedades intelectuais) e expansão global. Desta forma, a análise dessas operações fornece indicações importantes sobre o possível aumento da concentração no complexo, mas também sobre o fato de as F&A ocorrerem não somente entre empresas do CEIS, mas envolvendo empresas de fora, fornecendo indicações sobre o imbricamento das empresas do setor de saúde com outros segmentos associados às mudanças tecnológicas da indústria 4.0.

Embora as informações do Gráfico 14 apresentem uma primeira aproximação sobre o movimento de F&A, uma análise mais detalhada exige acesso a informações mais desagregadas por operação. Os dados sobre F&A analisados de maneira mais detalhada nesta pesquisa são provenientes da Orbis - Bvd.

No período entre 2000 e 2018, a base de dados M&A Orbis - Bvd registrou 179.542 operações. No entanto, parte desses negócios não foram concretizados ou possuem informações incompletas – seja sobre a transação, seja sobre os agentes envolvidos. Por tais motivos, as operações foram filtradas a partir dos seguintes critérios: (i) a operação tenha sido identificada; (ii) a operação não represente somente uma variação no controle da empresa-alvo; (iii) operação com informações que permitam identificar o adquirente; (iv) operação com informações sobre a classificação setorial do adquirente e do alvo; e (v) operação com data de término conhecida. A partir de tais filtros foram consideradas 124.295 operações; o Gráfico 15 apresenta o número e o valor total das operações por ano.

Gráfico 15. Número e valor de operações de F&A 2000 - 2018 (em bilhões de dólares)



Fonte: M&A database Orbis – Bvd.

Essas operações envolveram 185.011 agentes, entre empresas e pessoas físicas, como adquirente ou alvo (particularmente, 74.024 adquirentes e 119.519 alvos, considerando que o adquirente pode tornar-se alvo no período), de 198 países e 1.030 setores (com base no Sistema de Classificação da Indústria da América do Norte – Naics – seis dígitos).

A partir das referidas informações, foi proposta a identificação das empresas pertencentes ao CEIS. Para tanto, foram selecionados 45 setores pertencentes ao complexo, tendo sido identificadas empresas adquirentes e alvo de 44 desses setores (não há empresas no setor 541714 referente à pesquisa e desenvolvimento em biotecnologia – exceto nanotecnologia). A partir da classificação proposta, 3.287 empresas adquirentes e 6.743 empresas-alvo foram identificadas como pertencentes ao CEIS. A Tabela 5 apresenta o número de empresas em cada setor do complexo.

Tabela 5. Setores Naics pertencentes ao CEIS

Código	Descrição	Adquirente (n)	Alvo (n)
325411	Medicinal and Botanical Manufacturing	128	272
325412	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	984	1.644
325413	In-Vitro Diagnostic Substance Manufacturing	40	57
325414	Biological Product (except Diagnostic) Manufacturing	51	89

334510	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing	164	424
334517	Irradiation Apparatus Manufacturing	8	19
339112	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	425	979
339113	Surgical Appliance and Supplies Manufacturing	94	181
339114	Dental Equipment and Supplies Manufacturing	21	43
339115	Ophthalmic Goods Manufacturing	29	58
339116	Dental Laboratories	6	22
524114	Direct Health and Medical Insurance Carriers	97	180
525120	Health and Welfare Funds	5	11
541713	Research and Development in Nanotechnology	352	572
541714	Research and Development in Biotechnology (except Nanotechnology)	-	-
621111	Offices of Physicians (Except Mental Health Specialists)	74	194
621112	Offices of Physicians, Mental Health Specialists	2	5
621210	Offices of Dentists	29	97
621310	Offices of Chiropractors	4	5
621320	Offices of Optometrists	9	17
621330	Offices of Mental Health Practitioners (except Physicians)	1	5
621340	Offices of Physical, Occupational and Speech Therapists, and Audiologists	7	33
621391	Offices of Podiatrists	2	2
621399	Offices of All Other Miscellaneous Health Practitioners	24	79
621410	Family Planning Centers	12	42
621420	Outpatient Mental Health and Substance Abuse Centers	6	8
621491	HMO Medical Centers	4	5
621492	Kidney Dialysis Centers	7	21
621493	Freestanding Ambulatory Surgical and Emergency Centers	11	6
621498	All Other Outpatient Care Centers	9	20
621511	Medical Laboratories	63	147
621512	Diagnostic Imaging Centers	36	82
621610	Home Health Care Services	32	124
621910	Ambulance Services	8	25
621991	Blood and Organ Banks	12	17
621999	All Other Miscellaneous Ambulatory Health Care Services	80	211
622110	General Medical and Surgical Hospitals	228	467
622210	Psychiatric and Substance Abuse Hospitals	9	27
622310	Specialty (except Psychiatric and Substance Abuse) Hospitals	37	82
623110	Nursing Care Facilities	81	190
623210	Residential Intellectual and Developmental Disability Facilities	1	9
623220	Residential Mental Health and Substance Abuse Facilities	2	6
623311	Continuing Care Retirement Communities	7	27
623312	Assisted Living Facilities for the Elderly	49	131
623990	Other Residential Care Facilities	37	108

Fonte: M&A database Orbis – Bvd.

Como explicitado anteriormente, a identificação das empresas pertencentes ao CEIS visou auxiliar o entendimento do possível processo de concentração não só entre empresas do CEIS, mas entre empresas do complexo e de fora dele, por exemplo, entre empresas do CEIS e de outros setores de alta intensidade tecnológica. Neste sentido, para aprofundar a análise das operações de F&A selecionadas, foi realizado um cruzamento observando a presença de empresas nos setores Naics identificadas como pertencentes ao CEIS, seja como adquirente, seja como alvo. Este cruzamento resultou em 3 tipos de situações, como pode ser observado na Tabela 6.³

Quando empresas classificadas como setores típicos do CEIS estão tanto na ponta compradora quanto vendedora, foram classificadas como operações do tipo 1. Nesse caso, foram identificadas 4.238 operações, com valor acumulado de US\$ 2,3 trilhões. As empresas de setores típicos do CEIS adquirindo empresas de fora do setor (tipo 2) totalizaram 2.109 operações com valor de US\$ 504 bilhões e as operações de empresas de fora adquirindo empresas de setores do CEIS (tipo 3) totalizaram 2.741 operações com valor de US\$ 790 bilhões. Portanto, as empresas do CEIS global estiveram envolvidas de alguma forma, como adquirente ou alvo, em 7,9% do número total de operações e em 12,5% do valor total das operações.

Tabela 6. Combinações referentes a F&A entre empresas pertencentes ou não ao CEIS

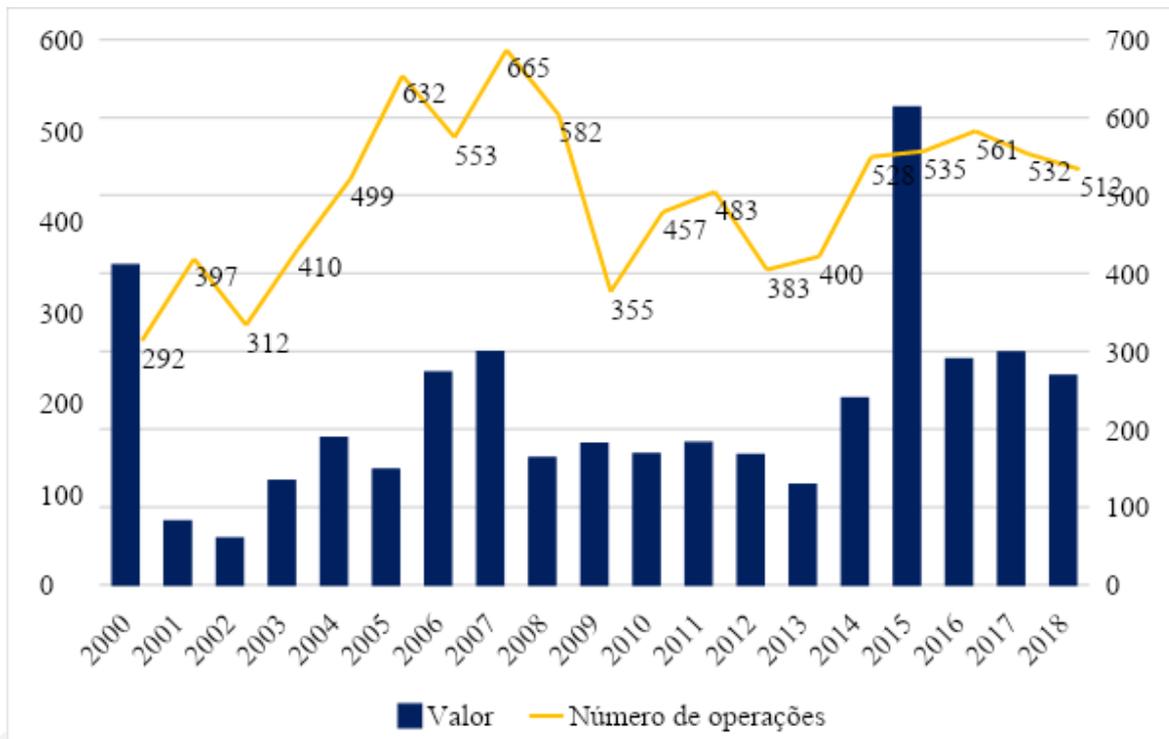
Adquirente	Alvo	Id CEIS	Oper.	%	Valor	%
CEIS	CEIS	1	4.238	3,7	2.385	8,1
CEIS	Não CEIS	2	2.109	1,8	504	1,7
Não CEIS	CEIS	3	2.741	2,4	790	2,7
Total			9.088	7,9	3.679	12,5
Não CEIS	Não CEIS	4	115.207	100,0	29.349	100,0

Fonte: Elaboração própria a partir de Orbis-BVD.

O Gráfico 16 apresenta a evolução do número e do valor total das operações envolvendo empresas pertencentes ao CEIS no período entre 2000 e 2018. O valor total acumulado das operações foi de US\$ 3,6 trilhões.

³ Vale lembrar que a classificação setorial é realizada pela própria Orbis-BVD, não tendo sido realizada uma checagem caso a caso.

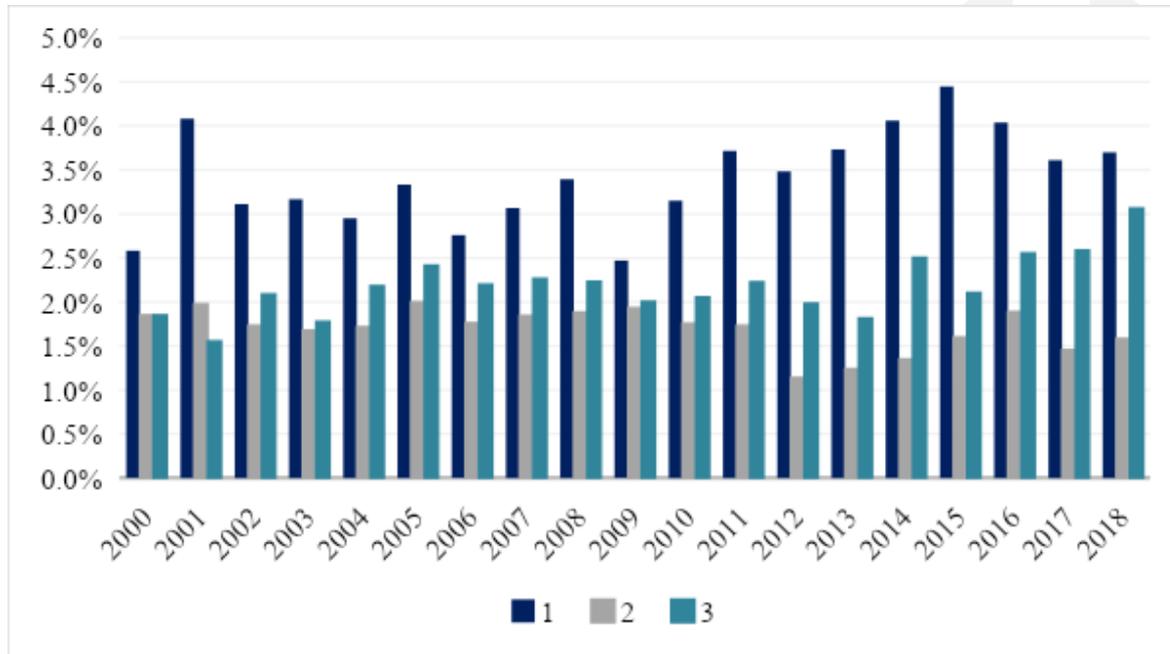
Gráfico 16. Número e valor de operações 2000-2018 (em bilhões de dólares)



Fonte: M&A database Orbis – Bvd.

Já o Gráfico 17 mostra a evolução da participação relativa das operações do tipo 1, 2 e 3. Como pode ser observado, há uma tendência de aumento no número de operações no período, com exceção da inflexão ocorrida entre 2007 e 2009. Apesar do aumento, em termos de volume e valor, evidenciado no período entre 2012 e 2015, a partir de 2015 observa-se uma redução das transações (a partir de 2016 para o tipo 3), com exceção das operações nas quais empresas de fora do CEIS compram empresas do complexo.

Gráfico 17. Operações de F&A envolvendo empresas pertencentes ao CEIS 2000-2018 (em % do total)



Fonte: M&A database Orbis – Bvd.

Considerando a classificação setorial das empresas que realizaram as aquisições, a Tabela 7 permite perceber como existe uma diversidade bastante grande em termos dos setores das empresas adquirentes. Como seria de se esperar, o setor que tem maior valor e número de operações é o setor farmacêutico. O setor sozinho é responsável por 51% do valor das operações e 22% do número de operações.

De fato, como visto na seção anterior, a combinação de elevada rentabilidade, necessidade de manter elevados gastos em P&D, busca por valorização patrimonial e por controle de ativos intangíveis importantes, inclusive patentes, faz com que o setor concentre grande parte das operações de F&A (Szucs, 2014). Além das grandes operações, em termos de valor, também é importante destacar o movimento de compra de empresas menores, especializadas e em segmentos intensivos em P&D, que podem significar novas trajetórias que a empresa compradora ainda não domina completamente ou sobre as quais pretende ter maior conhecimento (Lodh, Battagion, 2014).

No entanto, é possível perceber que o processo envolve outros segmentos importantes, como o

setor de equipamentos médicos e manufatura de produtos eletromédicos. Esses setores seguem uma lógica parecida com a do setor farmacêutico e, com a intensificação da necessidade de investimentos em novas tecnologias, vêm passando também por um processo intenso de F&A globais.

No mesmo sentido, fica clara a importância das F&A no setor de seguros-saúde e hospitais. O processo de consolidação em um segmento até pouco tempo bastante pulverizado e segmentado tem resultado em grandes conglomerados de serviços de saúde, como United Health, Cigna e CVS Health. Esta última, mais conhecida por sua atuação no setor de distribuição e comércio de medicamentos, adquiriu, em 2019, a Aetna, uma operadora de seguros-saúde, em uma operação de US\$ 69 bilhões, tendo se tornado o maior grupo de serviços de saúde global, com faturamento total de US\$ 256 bilhões, passando a ocupar a 13^a posição no *ranking da Fortune 500* das maiores empresas globais em 2020.

Tabela 7. Operações de F&A envolvendo empresas pertencentes ao CEIS 2000-2018, por setor da empresa adquirente

NAICS	Setor	Valor (US\$ bilhões)	%	Operações	%
325412	Pharmaceutical Preparation Man.	1.911,8	51,9	1.988	21,9
339112	Surgical and Medical Instrument Man.	297,7	8,1	904	9,9
523910	Miscellaneous Intermediation	177,0	4,8	466	5,1
334510	Electromedical and Electrotherapeutic Man.	135,3	3,7	423	4,7
524114	Direct Health and Med. Insurance Carriers	109,8	3,0	203	2,2
622110	General Medical and Surgical Hospitals	93,3	2,5	384	4,2
525990	Other Financial Vehicles	73,8	2,0	109	1,2
541715	R&D in the Physical, Engineering, and Life Sciences (except Nanot and Biotechnology)	71,9	2,0	218	2,4
541713	R&D in Nanotechnology	51,9	1,4	523	5,8
339113	Surgical Appliance and Supplies Man.	48,5	1,3	197	2,2
325411	Medicinal and Botanical Man.	48,0	1,3	183	2,0
339115	Ophthalmic Goods Man.	33,3	0,9	57	0,6
334516	Analytical Laboratory Instrument Man.	32,3	0,9	64	0,7
551114	Corp.Subsidiary, and Reg.Managing Off.	32,0	0,9	197	2,2
551112	Offices of Other Holding Companies	32,0	0,9	85	0,9
523920	Portfolio Management	28,1	0,8	38	0,4
524113	Direct Life Insurance Carriers	26,9	0,7	40	0,4
424210	Drugs Wholesalers	24,1	0,7	73	0,8

621511	Medical Laboratories	17,7	0,5	116	1,3
623110	Nursing Care Facilities	14,0	0,4	141	1,6
531120	Lessors of Nonresidential Buildings	13,7	0,4	45	0,5
325414	Biological Product Man. (ex Diagnostic)	13,0	0,4	102	1,1
623312	Homes for the Elderly	11,6	0,3	82	0,9
325998	All Other Miscellaneous Chemical Product.	11,5	0,3	45	0,5
339114	Dental Equipment and Supplies Man.	10,0	0,3	38	0,4
621512	Diagnostic Imaging Centers	9,8	0,3	64	0,7
621610	Home Health Care Services	8,2	0,2	91	1,0
621999	All Other Miscellaneous Ambulatory Health Care Services	8,1	0,2	115	1,3
621111	Offices of Physicians (Except Mental Health Specialists)	7,1	0,2	110	1,2
334513	Instruments and Related Products Man. for Measuring, Displaying, and Controlling Industrial Process Variables	6,7	0,2	43	0,5
325413	In-Vitro Diagnostic Substance Man.	6,6	0,2	118	1,3
518210	Data Processing, Hosting, and Related Services	6,7	0,2	29	0,3
622310	Specialty (except Psychiatric and Substance Abuse) Hospitals	6,1	0,2	87	1,0
237210	Land Subdivision	3,3	0,1	32	0,4
531110	Lessors of Residential Buildings and Dwellings	3,0	0,1	43	0,5
423450	Medical, Dental, and Hospital Equipment and Supplies Merchant Wholesalers	2,8	0,1	44	0,5
525920	Trusts, Estates, and Agency Accounts	1,8	0,0	99	1,1
541511	Custom Computer Programming Services	1,3	0,0	46	0,5
621410	Family Planning Centers	1,2	0,0	30	0,3
623990	Other Residential Care Facilities	1,1	0,0	49	0,5
Total		3.393,1	92,2	7.721,0	85,0

Fonte: M&A database Orbis – Bvd.

Obs. Setores com pelo menos 25 operações e valor superior a US\$ 1 bilhão.

Além disso, também é possível notar a importante presença do setor financeiro como adquirente. O segmento de intermediação financeira (Naics 523910) é o terceiro mais importante, com valor total de US\$ 177 bilhões e 466 operações. O setor outros veículos financeiros (Naics 525990) é o sétimo mais importante, com 109 operações e US\$ 72 bilhões. Ou seja, além de participar estruturando as operações, as empresas do setor financeiro têm participação ativa nas aquisições do CEIS. Cabe lembrar que as operações analisadas na base envolvem o controle majoritário. Não se trata, portanto, de estratégias de fundos “passivos”, que poderiam estar adquirindo uma pequena parcela do capital das empresas adquiridas.

Finalmente, vale destacar a presença dos setores de processamento de dados (Naics 518210) e serviços de computação (Naics 541511) entre os setores adquirentes. Embora com um valor relativamente pequeno (US\$ 6,7 bilhões e 29 operações para o setor de processamento de dados e US\$ 1,3 bilhão em 46 operações para o setor de serviços de computação), esse movimento pode sinalizar a maior convergência entre CEIS e empresas de TI, sinalizando uma maior integração com as TICs. Considerando as empresas dos segmentos típicos do CEIS comprando empresas do setor de TICs, é possível observar que o valor da compra de empresas do setor de serviços de computação chega a US\$ 3,6 bilhões, com 68 operações, e do setor de processamento de dados US\$ 2,5 bilhões, com 22 operações.

Se considerado o *ranking* por empresas, as principais adquirentes mostradas na Tabela 8 acumulam aproximadamente 9% do total de operações concluídas entre 2000 e 2018. Apesar da também evidente concentração, novas questões chamam a atenção. As 54 empresas pertencem a 17 setores diferentes, sendo 21 delas do setor farmacêutico. No entanto, há empresas nos setores de escritórios administrativos corporativos, subsidiárias e regionais; locadoras de edifícios residenciais e moradias; fabricação de produtos biológicos (exceto diagnóstico); pesquisa e desenvolvimento em nanotecnologia; pesquisa e desenvolvimento em física, engenharia e ciências da vida (exceto nanotecnologia e biotecnologia).

Tabela 8. Principais adquirentes classificados pelo número de operações com identificação do setor entre transações envolvendo empresas do CEIS

Empresa	Setor	n
MBO Team - United Kingdom	Corporate, Subsidiary, and Regional Managing Offices	41
Ametek Inc.	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing	40
Danaher Corporation	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing	35
Inverness Medical Innovations Inc.	In-Vitro Diagnostic Substance Manufacturing	35
Chartwell Seniors Housing Real Estate Investment Trust	Lessors of Residential Buildings and Dwellings	27
Integra Lifesciences Holdings Corporation	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	25
Boston Scientific Corporation	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	24
Oasis Healthcare Plc	Offices of Dentists	24
Abbott Laboratories Inc.	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	23
Medtronic Inc.	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	23
Johnson & Johnson	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	22

Pfizer Inc.	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	22
Smiths Group Plc	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	22
Novartis Ag	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	21
Stryker Corporation	Surgical Appliance and Supplies Manufacturing	21
Teva Pharmaceutical Industries Ltd	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	21
Valeant Pharmaceuticals International Inc.	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	21
Charles River Laboratories International Inc.	Research and Development in Nanotechnology	18
Basf Ag	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	17
Us Physical Therapy Inc.	Offices of Physical, Occupational and Speech Therapists, and Audiologists	17
Amedisys Inc.	Home Health Care Services	16
Glaxosmithkline Plc	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	16
St Jude Medical Inc.	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing	16
Baxter International Inc.	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing	15
Paincare Holdings Inc.	Specialty (except Psychiatric and Substance Abuse) Hospitals	15
Teleflex Inc.	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	15
Trinity Biotech Plc	In-Vitro Diagnostic Substance Manufacturing	15
Amgen Inc.	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	14
Getinge Ab	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	14
Invitrogen Corporation	Biological Product (except Diagnostic) Manufacturing	14
Tenet Healthcare Corporation	General Medical and Surgical Hospitals	14
Allergan Inc.	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	13
Almost Family Inc.	Home Health Care Services	13
Capitol Health Ltd	Diagnostic Imaging Centers	13
Celgene Corporation	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	13
Centric Health Corporation	Specialty (except Psychiatric and Substance Abuse) Hospitals	13
Diagnosticos Da America Sa	Medical Laboratories	13
Hologic Inc.	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing	13
Meda Ab	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	13
Natus Medical Inc.	Electromedical and Electrotherapeutic Apparatus Manufacturing	13
Omega Pharma Sa/Nv	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	13
Roche Holding Ag	Research and Development in the Physical, Engineering, and Life Sciences (except Nanotechnology and Biotechnology)	13
Astrazeneca Plc	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12
Bayer Ag	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12
Biomerieux Sa	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	12
Bristol-Myers Squibb Company	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12
Dechra Pharmaceuticals Plc	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12
Genzyme Corporation	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12
Kindred Healthcare Inc.	General Medical and Surgical Hospitals	12
Merck Kgaa	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12
Perrigo Company Inc.	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12
Shanghai Modern Pharmaceutical Co., Ltd	Pharmaceutical Preparation Manufacturing	12

Smith & Nephew Plc	Surgical and Medical Instrument Manufacturing	12
Sonic Healthcare Ltd	Medical Laboratories	12

Fonte: M&A database Orbis – Bvd.

5. O CEIS DO BRASIL NO CENÁRIO GLOBAL

Os indicadores da Conta-Satélite de Saúde (IBGE, 2019) apontam para uma crescente importância do CEIS na economia brasileira, seja com relação aos maiores gastos (públicos e privados) em saúde, seja pela maior oferta de bens e serviços em saúde ou pela maior geração de renda e agregação de valor em relação ao restante da economia.

Tabela 9. Participação das atividades de saúde no valor adicionado, na remuneração e ocupação total da economia brasileira (em %)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Indicador	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Valor adicionado	6,1	6,2	6,5	6,8	7,1	7,3	7,5	7,6
Ocupação	5,3	5,5	5,7	5,9	6,0	6,5	6,9	7,1
Remuneração	8,3	8,2	8,2	8,3	8,8	9,2	9,4	9,6

Fonte: Conta-Satélite de Saúde 2010-2017. IBGE.

A maior importância econômica do CEIS pode ser observada pelo indicador de maior participação no valor adicionado total da economia (6,1% em 2010 contra 7,6% em 2017), no total das ocupações (5,3% em 2010 contra 7,1% em 2017) e no total das remunerações (8,3% em 2010 contra 9,6% em 2017) (Tabela 9). Importante destacar que o setor de saúde ampliou sua participação na economia nos anos de crescimento 2010-2013, de desaceleração (2014), de recessão (queda de -3,5% em 2015 e de -3,3% em 2016) e de estagnação (2017).

O valor da produção (VP) das atividades relacionadas à saúde atingiu R\$ 714,3 bilhões em 2017, que geraram um valor adicionado (VA) de R\$ 429,2. Ou seja, a relação VA/VP foi de 60,1%, o que significa que para cada uma (1) unidade gasta em consumo intermediário é agregado o valor de uma unidade e meia (1,5). A atividade de maior participação no valor agregado das atividades

relacionadas à saúde é a de serviços privados de saúde (39%), seguida de serviços públicos de saúde (30%), comércio de produtos farmacêuticos, perfumaria e médico-odontológicos (19%) e fabricação de produtos farmacêuticos (7%) (Tabela 10).

Tabela 10. Distribuição do valor da produção e valor adicionado por atividades de saúde 2010 e 2017

	Valor da produção		Valor adicionado		VA/VP	
	2010	2017	2010	2017	2010	2017
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Fabric. produtos farmacêuticos	10,9	8,3	9,2	6,7	49,1	48,6
Fabric. instrumentos e material médico, odont. e óptico	2,5	2,1	2,8	2,2	67,1	63,7
Comércio de prod. farmacêut., perfum. e médico-odont.	15,8	18,0	17,9	19,2	65,7	64,1
Saúde privada	39,3	42,3	34,4	39,0	50,8	55,4
Saúde pública	29,6	27,0	33,3	30,2	65,2	67,2
Saúde pública - Educação e Defesa	2,1	2,3	2,3	2,7	65,8	70,4
Total Atividades de saúde	100,0	100,0	100,0	100,0	57,9	60,1
Valor (em R\$ bilhões)	349,4	714,3	202,3	429,2		

Fonte: Conta-Satélite de Saúde 2010-2017. IBGE.

A principal destinação da oferta de bens e serviços é para a demanda final de governo e família, embora a destinação para consumo intermediário (insumo para a produção de bens e serviços) seja significativa. A despesa com consumo final de bens e serviços de saúde superou R\$ 600 bilhões em valores correntes de 2017, o que correspondeu a 9,2% do PIB, contra 8,2% em 2000 e 8,0% em 2010 (Tabela 11). As despesas das famílias e instituições sem fins lucrativos (ISFL) têm crescido acima das despesas (públicas) de governo. As despesas privadas foram responsáveis pela maioria das despesas com consumo final (58%), enquanto as despesas públicas representaram 42% (55% e 45% em 2010, respectivamente). Cabe destacar que essa distribuição das despesas entre famílias e governo diferencia o Brasil das economias avançadas da OCDE. Embora o indicador brasileiro de despesa total com saúde em relação ao PIB (9,2%) não destoe, e até seja

superior ao da média dos países avançados (8,8%), a participação do governo no caso brasileiro é muito reduzida: 3,9% do PIB contra 6,5% para a média da OCDE.

Tabela 11. Participação das Despesas com consumo final no PIB por setor institucional (em %)

Setor Institucional	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Famílias e ISFL	4,7	4,9	4,8	4,7	4,7	4,7	4,7	4,7	4,5
Governo	3,5	3,5	3,7	3,5	3,5	3,4	3,6	3,5	3,5
Total	8,2	8,5	8,5	8,2	8,2	8,0	8,3	8,2	8,0
Setor Institucional	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Famílias e ISFL	4,7	4,4	4,3	4,5	4,6	4,9	5,2	5,3	5,4
Governo	3,7	3,6	3,5	3,4	3,6	3,7	3,9	4,0	3,9
Total	8,4	8,0	7,8	7,9	8,2	8,7	9,1	9,3	9,2

Fonte: Conta-Satélite de Saúde – IBGE. Série retropolada.

As despesas com saúde ampliaram sua participação no total das despesas de consumo final tanto das famílias (de 7,3% em 2010 para 8,3% em 2017) quanto do governo (18,9% para 19,2%). A elevação dos gastos em saúde (governo e famílias) tem sido puxada pelos maiores gastos em serviços de saúde, que representaram 82% em 2017 contra 78% em 2000. Já os gastos com medicamentos reduziram sua participação nas despesas com consumo final em saúde de 22% em 2000 para 18% em 2017. Importante destacar que os serviços de saúde privada representaram quase dois terços das despesas em saúde das famílias em 2017, enquanto medicamentos representam 30% das despesas. Juntas essas despesas atingiram R\$ 346 bilhões a valores correntes em 2017.

Os dados da Pesquisa de Orçamentos Familiares do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (POF-IBGE) para 2017-2018 indicam que, para quase 30 milhões de famílias de baixa renda (com renda inferior a três salários mínimos), os gastos com medicamentos representaram entre 4,2% e 4,4% da renda familiar. Já no caso das famílias de alta renda (renda de dez ou mais salários), as despesas se concentram nos planos e seguros de saúde, que representaram 3% da renda familiar. Os indicadores da Conta-Satélite de Saúde apontam que as despesas com saúde comprometeram 7,3% da renda disponível em 2017, contra 6,3% em 2010.

Segundo dados do Banco Mundial e da OCDE, o gasto *per capita* com saúde no Brasil foi de US\$ 935 em 2017 ou de US\$ 1.482 se medido por paridade de poder de compra (PPC). O indica-

dor de gasto *per capita* por PPC brasileiro está muito abaixo da média dos países avançados (US\$ 5.764 por PPC).

Tomando como parâmetro as despesas de consumo final de governo e famílias e/ou o indicador de gasto *per capita* em saúde é possível estimar o tamanho do mercado de saúde no Brasil em aproximadamente US\$ 200 bilhões, ou US\$ 300 bilhões se medido em PPC, o que faz do Brasil um dos maiores mercados de saúde no mundo e, portanto, espaço estratégico de atuação das grandes corporações globais nos setores de bens e serviços de saúde. Além da extensão do mercado brasileiro, deve ser considerado também o elevado potencial de crescimento da demanda e da produção, visto que o gasto *per capita* no Brasil é de apenas 25% da média dos países avançados.

A dimensão e expansão do CEIS no Brasil tem se refletido nos indicadores econômicos e financeiros das empresas de bens e serviços de saúde. A publicação *Valor 1000 Maiores Empresas 2020*, com indicadores referentes ao ano de 2019 para uma amostra das mil (1.000) maiores empresas do Brasil, com receitas líquidas totais de R\$ 4,3 trilhões, aponta a presença de trinta empresas farmacêuticas e de higiene e limpeza, com receitas líquidas de R\$ 81,2 bilhões, e de 33 empresas de serviços médicos, com receitas líquidas de R\$ 67,2 bilhões. Não estão incluídas nesse grupo as empresas com atividades de previdência, seguro de vida e saúde e planos de saúde, que estão em um *ranking* à parte de empresas do setor financeiro.

Os indicadores mostram que a rentabilidade sobre o patrimônio líquido (relação lucro líquido e patrimônio líquido – ROE) do setor farmacêutico no Brasil tem sido sistematicamente superior à rentabilidade média das mil maiores empresas, de diversos setores econômicos, no período 2013-2019. Cabe destacar que o período analisado abarca anos de expansão, desaceleração e recessão econômica.⁴ O indicador de margem líquida, definido pela relação entre o lucro líquido e a receita líquida, também aponta para um desempenho muito superior do setor farmacêutico em compara-

4 Embora a presença de empresas de higiene e limpeza dentro do setor farmacêutico e cosméticos influencie positivamente nas taxas de rentabilidade, se consideramos os indicadores setoriais de rentabilidade do patrimônio líquido da publicação Exame Melhores e Maiores Empresas do Brasil, que considera apenas as empresas farmacêuticas, as conclusões vão na mesma direção. A rentabilidade sobre o patrimônio líquido do setor farmacêutico foi de 19%, 18,9% e 13,4% nos anos de 2016 a 2018, muito superior à rentabilidade média da amostra de mil empresas: 10%, 10,2% e 12%, respectivamente.

ção com a média da amostra de mil empresas.

No caso da atividade de serviços médicos, observam-se tendências diferentes entre os dois indicadores no período 2013-2019. Em geral, a margem líquida (lucro líquido / receita líquida) da atividade é menor e muito próxima à margem da média das mil maiores empresas. Por outro lado, como a atividade de serviços médicos opera com escalas mais elevadas e tem uma menor imobilização de capital, a rentabilidade sobre o patrimônio líquido tende a ser mais elevada e, na maioria dos anos do período, foi superior à da média das mil maiores empresas (tabela 12).

Tabela 12. Setor farmacêutico e serviços médicos no Brasil: indicador de rentabilidade do patrimônio líquido e margem líquida (em %)

Rentabilidade do Patrimônio Líquido	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Farmacêutico (*)	14,5	11,4	10,4	12,0	17,9	18,1	18,6
Serviços médicos	7,6	7,4	8,9	11,5	11,8	11,0	9,3
Média das 1.000 maiores empresas	6,1	4,0	-4,7	5,2	6,4	9,9	9,6
Margem da Atividade	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019
	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)	(%)
Farmacêutico (*)	14,6	14,5	14,0	13,2	14,8	12,9	13,1
Serviços médicos	3,9	3,8	5,6	6,7	7,7	8,1	7,5
Media das 1.000 maiores empresas	9,1	8,4	5,6	8,6	8,9	10,5	8,9

Fonte: Valor 1000. Maiores Empresas. Vários anos.

(*) inclui a atividade de higiene e limpeza.

A Tabela 13 fornece informações financeiras para um grupo selecionado das maiores empresas farmacêuticas com atuação no mercado brasileiro, incluindo filiais de empresas estrangeiras.⁵ As vendas líquidas atingiram R\$ 40 bilhões de 2019, gerando um lucro líquido de R\$ 5,5 bilhões e um indicador de margem líquida de 13,8%. A título de comparação, em 2019, a margem líquida das mil maiores empresas foi de 9,6%. O retorno médio sobre o patrimônio líquido das grandes empresas

⁵ Embora com importante participação no mercado farmacêutico brasileiro, as empresas Pfizer (receita líquida estimada de R\$ 4,52 bilhões), Abbott (R\$ 1,86 bilhão) e Zoetis (R\$ 1,15 bilhão) não foram incluídas na amostra porque não há informações para os demais indicadores financeiros.

farmacêuticas foi de 22,3%, contra 8,9% da amostra das mil empresas. Portanto, da mesma maneira que no mercado internacional, as empresas farmacêuticas no Brasil apresentam rentabilidade acima da média dos demais setores.

Porém, diferente do que acontece com as líderes globais, os gastos em atividades inovativas são substancialmente menores. Enquanto o indicador de intensidade tecnológica (gastos em P&D em relação à receita líquida) ficou entre 10% e 15% para as grandes corporações globais, no setor brasileiro, mesmo com a presença de filiais de empresas estrangeiras, o indicador foi de apenas 3,7% em 2017, segundo dados da Pesquisa de Inovação (Pintec) do IBGE. A rigor o indicador foi decrescente nas quatro pesquisas mais recentes: 2008 (4,9%), 2011 (4,8%), 2014 (4,2%) e 2017 (3,7%).

A taxa de inovação de produtos e/ou processos também foi decrescente no período analisado, ainda que muito superior à média da indústria de transformação. Enquanto em 2008 64% das empresas realizaram inovação de produto e/ou processo, em 2017 esse percentual se reduziu para 41%. Cabe destacar os gastos em atividades internas de P&D no setor farmacêutico. A relação entre gastos em P&D interno e P&D total foi crescente no período e atingiu 66% em 2017, contra 37% da indústria de transformação.

Uma explicação plausível para esse maior esforço inovativo doméstico foi a adoção das Parcerias para o Desenvolvimento Produtivo (PDPs) na área de saúde. Segundo o Ministério da Saúde, as PDPs tinham como objetivo ampliar o acesso a medicamentos e produtos para saúde considerados estratégicos para o SUS, por meio do fortalecimento do complexo industrial do País. Para tanto, buscava reduzir os custos de aquisição dos medicamentos e produtos para saúde, sobretudo os produtos importados e/ou que representavam um alto custo para o SUS. As parcerias foram realizadas entre duas ou mais instituições públicas, ou entre instituições públicas e empresas privadas, buscando promover a produção pública nacional. O desenvolvimento de novas tecnologias também era objetivo das PDPs.

Tabela 13. Indicadores de esforços e resultados inovativos do setor de farmoquímicos e farmacêuticos no Brasil 2008, 2011, 2014 e 2017

Indicadores de esforços e resultados Inovativos	2008	2011	2014	2017
	(%)	(%)	(%)	(%)
Dispêndio em P&D / Receita líquida				
Indústrias de transformação	2,60	2,46	2,16	1,69
Sector de farmoquímicos e farmacêuticos	4,89	4,79	4,16	3,63
Dispêndio em P&D interno / Receita líquida				
Indústrias de transformação	0,64	0,72	0,68	0,62
Sector de farmoquímicos e farmacêuticos	1,44	2,39	2,24	2,40
Participação do setor farmaco-farmacêutico na indústria de transformação				
Dispêndio em P&D	3,4	3,7	4,1	4,9
Dispêndio em P&D interno	4,1	6,3	7,0	8,8
Relação dispêndio interno em P&D e dispêndio total em P&D				
Indústrias de transformação	24,6	29,4	31,4	36,9
Sector de farmoquímicos e farmacêuticos	29,4	49,8	53,8	66,2
Empresas com inovações de produto e/ou processo				
Indústrias de transformação	38,4	35,9	36,3	34,3
Sector de farmoquímicos e farmacêuticos	63,6	53,9	52,2	40,6

Fonte: Pintec-IBGE.

Tabela 14. Brasil: indicadores financeiros de empresas farmacêuticas 2019

Empresas	Receita líquida (em R\$ milhões)	Lucro líquido (em R\$ milhões)	Margem líquida (em %)	Rentabilidade do PL (em %)
Eurofarma	4.828	579,2	12,0	23,4
Sanofi Medley	4.284	815,7	19,0	24,6
Roche	3.954	450,3	11,4	21,8
E M S	3.917	418,3	10,7	36,1
Novartis Biociências	3.563	-50,5	-1,4	-25,1
Ache	3.351	721,3	21,5	42,5
Hypera Pharma	3.295	1.164,0	35,3	13,4
DSM	2.521	59,6	2,4	3,0
Cristália	2.022	560,8	27,7	18,7
União Química	1.852	143,8	7,8	16,6
Merck	1.633	66,2	4,1	6,5
Prati-Donaduzzi	1.030	118,4	11,5	37,4
Blau	978	200,2	20,5	75,3

FQM	975	81,6	8,4	8,0
Teuto	966	106,9	11,1	25,3
Bristol Myers Squibb	861	90,3	10,5	29,1
Indicador para a amostra de 16 empresas	40.030	5.526	13,8	22,3

Fonte Valor 1000. Maiores Empresas 2020.

No caso das empresas de serviços de saúde, as informações das empresas hospitalares presentes na publicação *Valor 1000* somam R\$ 48,7 bilhões, enquanto os laboratórios especializados totalizam R\$ 9,6 bilhões. As informações sobre os lucros e a rentabilidade, principalmente entre os hospitais, mostram situações diversas, com empresas apresentando lucros elevados, como a empresa líder no setor de hospitais, Rede D'Or, enquanto outros apresentaram resultados negativos (Tabela 15).

Tabela 15. Brasil: indicadores financeiros de empresas de serviços de saúde 2019

Empresas	Receita líquida (em R\$ milhões)	Lucro líquido (em R\$ milhões)	Margem líquida (em %)	Rentalidade do PL (em %)
Hospitais				
Rede D'Or São Luiz	13.319,8	1.191,5	8,9	21,9
Hospital São Paulo	5.999,9	22,8	0,4	nd
Esho	3.352,8	3,3	0,1	0,1
Hospital Albet Einstein	3.164,6	488,8	15,4	14,2
Impar Serv. Hospitalares	2.883,5	186,2	6,5	24,7
Hospital e Mat. São Camilo	2.605,1	187,3	7,2	8,0
Fundação do ABC	2.319,6	-76,7	-3,3	nd
Hospital Sírio Libanês	2.274,8	nd	nd	nd
Santa Catarina	2.137,0	-81,2	-3,8	-8,1
Oncoclínicas	1.689,5	19,1	1,1	2,9
HCPA	1.612,8	-16,9	-1,0	-1,7
Hospital Santa Marcelina	1.570,3	-42,2	-2,7	-40,8
Hospital Conceição	1.524,8	-38,7	-2,5	nd
A.C.Camargo Cancer	1.258,6	133,7	10,6	5,4
Assoc. de Pioneiras Sociais	1.085,4	55,7	5,1	3,8
Pró-Saúde	1.040,9	2,2	0,2	1,6
Santa Casa de Porto Alegre	1.037,7	5,3	0,5	1,5
Laboratórios de Análises Clínicas				
Dasa	4.364,6	130,2	3,0	4,0

Fleury Medicina e Saúde	2.905,1	312,3	10,8	17,8
Lab.Hermes Pardini	1.353,6	158,4	11,7	22,7
Alliar	1.072,9	50,1	4,7	3,8

Fonte Valor 1000. Maiores Empresas 2020.

Outro grupo importante de agentes no setor de serviços, mas que são classificados em *rankings* diferentes na publicação *Valor 1000*, são as operadoras de planos de saúde e as seguradoras de saúde. A Tabela 16 mostra algumas informações financeiras dessas empresas. Observa-se, neste caso, a presença de agentes importantes, que fazem a intermediação entre os usuários finais e os prestadores de serviços hospitalares e de saúde.

Tabela 16. Brasil: indicadores financeiros das operadoras de planos de saúde e seguradoras de saúde 2019

Operadoras de planos de saúde	Contraprestações efetivas (em R\$ milhões)	Resultado líquido(em R\$ milhões)	Margem líquida (em %)	Rentabilidade do PL (em %)
Amil	22.196,7	133,7	0,6	1,1
NotreDame Intermedica	8.412,4	423,6	10,8	6,6
Hapvida	5.634,4	851,8	18,3	11,7
Unimed-Rio	4.563,9	68,1	0,3	-
Unimed Belo Horizonte	4.215,0	271,5	6,8	12,8
Central Nacional Unimed	4.078,7	271,3	3,4	27,2
Prevent Senior	3.488,0	432,1	16,4	52,4
Unimed Porto Alegre	2.920,0	56,8	0,7	7,7
Unimed Curitiba	2.689,8	63,1	1,0	10,7
Unimed Campinas	2.263,2	93,1	2,9	21,7
Seguradoras	Prêmios ganhos	Resultado líquido	Margem líquida	Rentabilidade do PL
Bradesco Saúde	24.047,4	1.389,5	5,8	16,8
Sul America Saúde	17.168,8	1.296,7	7,6	19,7
Unimed Saúde	1.884,0	136,2	7,2	15,9
Porto Seguro Saúde	1.613,0	71,3	4,4	16,4

Fonte: Valor 1000. Maiores Empresas 2020.

Embora pertençam a segmentos diferentes, o setor de serviços de saúde vem passando por

mudanças intensas, com um processo rápido de consolidação e o surgimento de grandes grupos de serviços hospitalares disputando a liderança do mercado.

Como destacam Hiratuka et al. (2016), um princípio de verticalização já se verificava de maneira incipiente no início dos anos 2000, com alguns hospitais passando a oferecer planos de saúde. De outro lado, algumas operadoras começam a ampliar o número de hospitais próprios, de maneira a tentar reduzir os custos, em especial os custos com internações, com economias de escala e atendimento direto aos beneficiários e, ao mesmo tempo, aumentar o poder de negociação com os fornecedores de serviços contratados.

A entrada de grandes grupos internacionais, como a compra da Amil pela United Health, o maior conglomerado de saúde global, em 2012, acelerou ainda mais o processo de consolidação e de F&A em um setor que na época era mais pulverizado e dava às empresas que avançassem no processo de verticalização, racionalização de operações e aumento de escala, vantagens relevantes sobre as empresas menores e as que continuassem a atuar de maneira mais tradicional. Depois de passar para o controle da United Health, a Amil continuou com sua estratégia de expansão das operações verticalizada. Ao mesmo tempo, obrigou as outras empresas do setor e os outros segmentos, como hospitais e laboratórios, a também buscar elevar a escala, mudando a lógica de atuação de regional para nacional.

Assim como no mercado internacional, onde os fundos financeiros e de *private equity* tiveram papel-chave no processo de F&A, que resultou na consolidação dos grandes grupos globais de serviços de saúde (Creswell, Abelson, 2013; Appelbaun, Batt, 2020), no Brasil também se observou tal processo (Hiratuka et al, 2016; Bahia et al, 2016). Este movimento inclusive tem sido reforçado mais recentemente pela capitalização na bolsa de valores através de IPOs e ofertas primárias.

Considerando as principais empresas do setor, as estratégias, em geral, vão na mesma direção. O grupo NotreDrame Intermédica foi comprado, em 2014, pelo fundo estadunidense de *private equity* Bain Company por cerca de R\$ 2 bilhões. Em abril de 2018 a empresa abriu o capital na bolsa e captou R\$ 2,6 bilhões. Em dezembro de 2018 e junho de 2019 captou mais R\$ 5,6 bilhões com ofertas primárias e secundárias. Com isso, acelerou a compra de outras operadoras, várias delas com hospitais, reforçando o modelo verticalizado. Entre as principais, destaca-se a compra da Greenline por R\$ 1,2 bilhão em 2018, da Clinipam por R\$ 2,6 bilhões em 2019 e da Medisanitas, em 2020, por R\$ 1 bilhão.

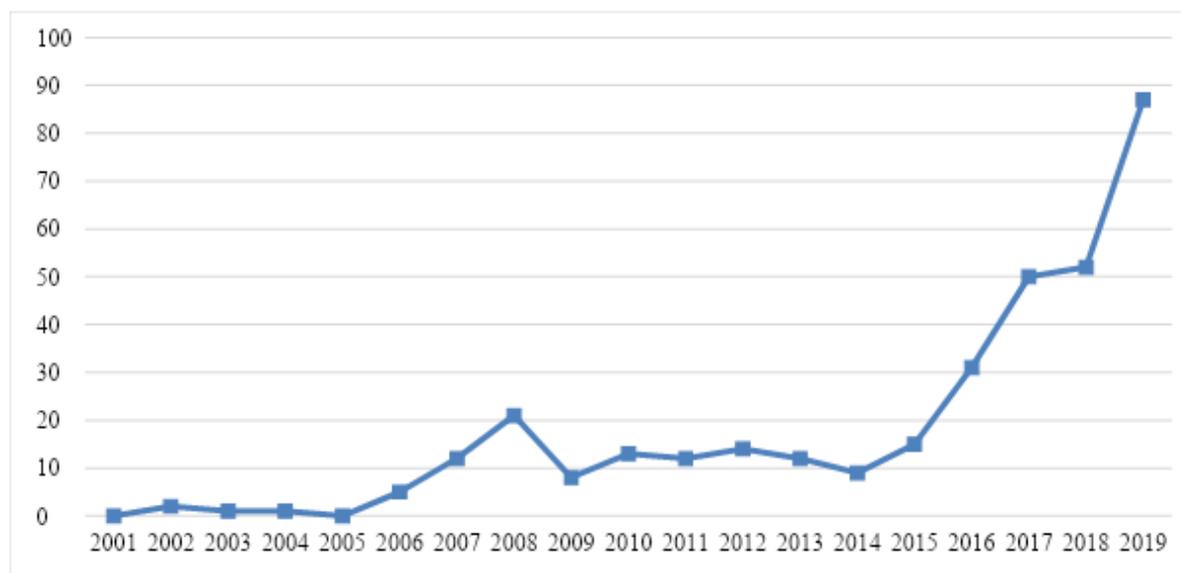
Outra empresa que teve crescimento rápido foi o Grupo Hapvida. Trata-se de uma empresa que tem como estratégia marcante a verticalização das atividades, desde hospitais, clínicas e laboratórios, até outras atividades como os sistemas de informática e gestão. A forte verticalização permitiu ao grupo aproveitar a onda de crescimento de rendas no Nordeste (a sede da empresa é em Fortaleza) para expandir os negócios e elevar a escala, com forte controle sobre os custos em razão da centralização e padronização das operações. Em 2018, a empresa também realizou um IPO no qual captou R\$ 3,4 bilhões, seguido de uma oferta primária em 2019, quando captou mais R\$ 2,6 bilhões. Captou ainda R\$ 2 bilhões com a emissão de debêntures. Grande parte destes recursos foi utilizada para adquirir o Grupo São Francisco, por R\$ 5 bilhões. A compra consolidou a expansão da empresa no Sudeste e foi a segunda maior operação na história do setor, depois da compra da Amil pela United Health.

No segmento de hospitais, a estratégia de consolidação tem sido seguida pela Rede D'Or, que vem adotando uma estratégia bastante agressiva de aquisições, em especial a partir da parceria com o BTG Pactual, que posteriormente vendeu sua participação para o Fundo Soberano de Cingapura. O fundo de *private equity* Carlyle também tem participação na companhia. No IPO realizado em dezembro de 2020, o volume levantado chegou a R\$ 11,5 bilhões, se tornando uma das maiores operações da história da bolsa brasileira. Os recursos levantados devem dar continuidade à expansão das aquisições que a empresa vem realizando, de maneira a explorar os ganhos de escala e ao mesmo tempo elevar o poder de negociação com as operadoras e seguradoras de saúde.

Finalmente, no caso dos laboratórios, deve-se destacar o papel da Dasa, controlada pela família Bueno, que vendeu a Amil para a United Health. A Dasa é um conglomerado de saúde, dona da Impar, também um dos maiores grupos hospitalares do País. A maior aquisição do grupo ocorreu em 2020, com a compra das três unidades hospitalares e das cinco clínicas médicas do hospital Leforte, por um valor de R\$ 1,7 bilhão.

A explosão de F&A no mercado de serviços de saúde pode ser vista no Gráfico 18 a partir de levantamento realizado pela KPMG. Observa-se uma primeira onda que se inicia em 2006, dá um salto em 2008, mas que se mantém em um patamar estável um pouco acima de dez operações por ano entre 2009 e 2014. A partir de 2015 observa-se um forte aumento, chegando a 87 operações em 2019.

Gráfico 18. Número de fusões e aquisições no setor de serviços de saúde 2001 a 2019



Fonte: KPMG.

Deve-se destacar que a crise econômica que vem se desenrolando desde 2015 exerceu também impacto significativo sobre o movimento de consolidação e concentração. Depois de uma forte expansão no número de beneficiários de planos de saúde, acompanhada da expansão da renda e do emprego, que chegou a 50,5 milhões em 2014, observou-se uma queda brusca entre 2015 e 2017, quando o número de beneficiários se reduziu 47 milhões. Ou seja, uma queda de 3,5 milhões de usuários em apenas três anos, resultado tanto da redução nos planos empresariais, decorrente da redução do emprego, quanto da diminuição dos planos individuais, em razão da redução da renda. Esse movimento pressionou ainda mais as operadoras pela redução de custos e elevação das escalas de operações por meio da compra de concorrentes.

Em sentido contrário, o número de operadores de planos de saúde, que já vinha se reduzindo desde 2001 (quando chegou a mais 1.400 operadores), continuou a trajetória de declínio, chegando a 729 no final de 2019, de acordo com dados da pela Agência Nacional de Saúde (ANS).

A partir de um levantamento realizado junto à mídia especializada, a Tabela 17 mostra as principais operações de aquisição por parte das empresas líderes do setor de saúde entre 2018 e 2020, o que confirma a tendência de consolidação discutida.

Tabela 17. Principais operações de F&A no setor de serviços de saúde 2018 e 2019

Comprador	Adquirida	Setor principal da adquirida	Ano	Valor (R\$ milhões)
Intermedica	Grupo Samed	Operadora	2018	Nd
Intermedica	Mediplan	Operadora	2018	Nd
Intermedica	GreenLine	Operadora	2018	1.200
Intermedica	Clinipam	Operadora	2019	2.600
Intermedica	Hospital Amiu	Hospital	2019	40
Intermedica	Belo Dente	Operadora	2019	80
Intermdica	São Lucas	Operadora	2019	312
Intermedica	Ghenfold	LabDiagnostico	2019	240
Intermedica	Ecole Serviços Médicos	Operadora	2019	49
Intermedica	Hospital do Coração	Hospital	2020	66
Intermedica	Grupo Santa Mônica	Operadora	2020	233
Intermedica	Climepe	Operadora	2020	169
Intermedica	BioSaude	Operadora	2020	79
Intermedica	MediSanitas	Operadora	2020	1.000
Hapvida	Uniplan	Operadora	2018	30
Hapvida	FreeLife	Operadora	2018	24
Hapvida	Infoway	Tecn. de Informação	2019	13
Hapvida	São Francisco	Operadora	2019	5.000
Hapvida	Americas	Operadora	2019	426
Hapvida	Hospital Juazeiro	Operadora	2019	17
Hapvida	Medical	Operadora	2019	294
Hapvida	NRE	Operadora	2019	53
Dasa	Rede Hospitalar Leforte	Hospitais	2020	1.700
Dasa	Nossa Senhora do Carmo	Hospitais	2020	Nd
Dasa	Laboratorio São Marcos	Lab.Diagnóstico	2020	Nd
Dasa	Genia Genética Molecular	Lab.Diagnóstico	2019	Nd
Dasa	Laboratorio Santa Luzia	Lab.Diagnóstico	2020	Nd
Rede D'Or	Hospital Cardio Pulmonar	Hospitais	2020	Nd
Rede D'Or	Hospital Antonio Afonso	Hospitais	2020	Nd
Rede D'Or	Clivale Mais	Hospitais	2020	Nd
Rede D'Or	Hospital São Lucas	Hospitais	2018	Nd
Rede D'Or	Hospital São Rafael	Hospital	2018	Nd
Rede D'Or	Diagnóstico por Imagem Hospital	Lab. de Diagnóstico	2018	Nd
Rede D'Or	Hospital America	Hospital	2020	Nd
Rede D'Or	Hospital Central de Guaianases	Hospital	2020	Nd
Rede D'Or	Hospital São Carlos	Hospital	2020	157
Rede D'Or	Hospital Aliança	Hospital	2020	800
Rede D'Or	Richet	Lab. de Diagnóstico	2018	Nd
Rede D'Or	Hospital Santa Cruz	Hospital	2019	900
Rede D'Or	Maternidade Perinatal	Hospital	2019	800

Sul America	Paraná Clínicas	Operadora	2020	385
Fleury	Centro de Infusão Pacaembu	Lab. Biológico	2020	120
Fleury	Clínica de Olhos Dr Moacir Cunha	Clínica Médica	2020	59

Fonte: Sistematização própria a partir de levantamento na mídia especializada.

Observa-se, assim, um movimento de grandes transformações no setor de saúde brasileiro, com o surgimento de alguns grandes conglomerados com atuação verticalizada, que tem promovido um processo rápido de consolidação do setor. É possível intuir que esse processo deva prosseguir no futuro, uma vez que planos de saúde, hospitais e laboratórios que atuam de maneira mais tradicional devem ter dificuldades para se manter no mercado. Além disso, os grandes fundos financeiros de gestão de ativos e *private equity* têm demonstrado interesse no setor, favorecendo a mobilização de recursos para continuidade do processo de F&A.

Esse processo pode ter vários impactos sobre o mercado e os serviços de saúde, devendo ser acompanhado de perto para guiar as propostas de política pública. Afinal, se, por um lado, esse movimento pode incentivar investimentos na expansão e melhoria da eficiência produtiva, por outro, pode também significar práticas de elevação e discriminação de preços, excluindo clientes de renda mais baixa do acesso a procedimentos mais sofisticados, e racionalização excessiva, inclusive em termos da gestão dos profissionais do setor de saúde.

A inclusão de novos atores, como grandes grupos estrangeiros e fundos financeiros, reforça essa tensão, na medida em que aumenta o poder econômico dos agentes atuantes no setor e, ao mesmo tempo, pode significar a imposição de mecanismos de gestão alinhados à pressão por maiores retornos e eficiência operacional que se traduzam em um maior valor de mercado.

Nesse contexto, a questão da regulação ganha destaque. O processo de consolidação e formação de grandes grupos deve ser acompanhado pela ANS e Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência (Cade) de maneira a evitar políticas que prejudiquem os usuários. Também se torna fundamental garantir a independência dessas agências reguladoras do interesse privado.

Além disso, é importante destacar que esse movimento representa um desafio para o sistema público, tanto porque resulta em disparidade de condições entre hospitais privados e hospitais públicos municipais ou estaduais, que operam com escala muito menor, quanto porque pode con-

centrar no setor privado os procedimentos mais rentáveis e de maior escala, ficando o setor público responsável pelos atendimentos de baixa escala e alta complexidade.

Cabe enfatizar que os grupos líderes analisados no setor de serviços de saúde, além de concentrar o mercado, também estão concentrando informações de uma parcela cada vez maior da população. No contexto das tecnologias da indústria 4.0, em especial da IA, fortemente dependente de um número muito elevado de dados sistematizados e organizados para alimentar os algoritmos, o acesso a essas informações coloca tais empresas em posição privilegiada para controlar um ativo que vem se tornando cada vez mais estratégico. Existem sinais incipientes que merecem ser melhor explorados no futuro sobre como estas empresas estão vislumbrando essas estratégias.⁶

6. COMENTÁRIOS FINAIS

O trabalho buscou destacar as profundas mudanças pelas quais vem passando o CEIS global. Em um ambiente onde a lógica financeira de acumulação se mostra cada vez mais presente, as estratégias das grandes empresas do setor buscam combinar diferentes formas de controle sobre ativos estratégicos, com flexibilidade para atuar em vários segmentos e mercados, em especial naqueles com maior potencial de expansão futura. Ao mesmo tempo, os frutos do elevado potencial de acumulação privada gerado no CEIS global acabam sendo canalizados para um grupo reduzido de atores. De outro lado, o movimento de concentração global, assim como o controle sobre ativos estratégicos é, em grande medida, alicerçada e impulsionada pelas operações de F&A em diferentes segmentos, problematizando o acesso do conjunto da sociedade aos avanços em produtos e

⁶ O Grupo Dasa, por exemplo, criou áreas para organizar atividades inovativas. Segundo Rocha (2020), a Dasa gasta 4% da receita líquida em P&D, organizada em três centros: a GeneOne, laboratório de genética médica; o Dasa Exp, de inovações tecnológicas no atendimento e o DasAlnova, focado em inteligência artificial, machine learning e big data. De outro lado, Pedro Bueno, da família controladora da Dasa, fundou em 2013 a gestora de fundos DNA Capital, especializada em private equity no setor de saúde. Desde 2017 a DNA Capital vem operando também com venture capital, aportando recursos em startups do setor de tecnologia médica. Em 2020 realizou aportes de R\$ 100 milhões na Sanar, plataforma de conteúdo médico, Memed, de prescrição médica digital e Feegow, desenvolvedora de software de gestão de clínicas médicas (Filgueiras, 2020). A Rede D'Or inaugurou em 2018, no Instituto D'Or de Pesquisa e Ensino (IDOR), uma agência voltada para o mapeamento de potenciais empresas e universidades parceiras até a aceleração de oportunidades de inovação no IDOR e na Rede D'Or, em áreas relacionadas a soluções digitais, e tecnologias emergentes aplicadas à saúde como: AI, blockchain e IOT (Rocha, 2020). O Laboratório Fleury montou em 2019 uma área específica para pesquisa, com aporte de R\$ 30 milhões, contando com cerca de 40 pesquisadores, uma área de produtos digitais e um núcleo de novos negócios, que faz a gestão de programas de inovação aberta (Rocha, 2020).

serviços de saúde e gerando novos desafios para a política pública.

Do ponto de vista dos países em desenvolvimento, a concentração global, a estratégia de maximização do valor do acionista, o controle sobre ativos estratégicos e a articulação com o sistema de apoio público à P&D, verificados a partir das estratégias das empresas líderes dos países avançados, representam um risco de aumento contínuo do descompasso entre as necessidades da população e a capacidade de atuação do Estado no atendimento às suas necessidades.

A análise também apontou a expansão do CEIS na economia brasileira a partir de uma ampla gama de indicadores, que abarcaram a participação do CEIS no valor agregado total, na demanda final pública e privada e na renda disponível das famílias. Essa expansão esteve associada à adoção de estratégias por parte de empresas domésticas e filiais de empresas estrangeiras (ETNs) de exploração de seus ativos produtivos, tecnológicos e mercadológicos, de F&A, de integração e verticalização de atividades, de abertura de capital e de precificação, que se refletiram positivamente na rentabilidade das empresas atuantes no CEIS, tanto no segmento farmacêutico quanto no de prestação de serviços, e que promoveram um processo de concentração de mercado.

No entanto, não se pode depreender de tal análise que a expansão das atividades de saúde: i) tenha eliminado ou mesmo reduzido as fragilidades e vulnerabilidades estruturais nas dimensões produtiva, comercial, tecnológica e de financiamento do sistema no Brasil; e ii) tenha beneficiado de forma generalizada e equilibrada a população em termos do acesso aos serviços de saúde. Ao contrário, permanecem os problemas sistêmicos e estruturais que, aliás, foram agravados e explicitados pela pandemia da Covid 19.

O argumento defendido no trabalho é que o avanço do CEIS tem se dado com o reforço da dimensão “mercantilização” em detrimento da dimensão “universalização”, até porque as duas trajetórias são conflitantes, embora inter-relacionadas. E mais, as duas dimensões têm sido fortemente condicionadas pela dinâmica financeirizada de acumulação do CEIS global.

A dimensão “mercantilização” tem implicado: i) a incorporação e uso seletivo de novos serviços e tecnologias no CEIS; ii) a geração de empregos mais qualificados, embora insuficientes, sobretudo no âmbito das atividades relacionadas ao CEIS 4.0; iii) uma dinâmica produtiva e comercial com elevada margem de lucro e taxa de retorno sobre o capital; iv) estratégias de concentração de mercado e de acesso a ativos estratégicos (tecnológicos e mercadológicos) via F&A para reforçar

o processo de acumulação; e v) um processo de desnacionalização da base produtiva.

É possível que essa dinâmica implique também uma estratégia mais agressiva de MVA, internalizando no CEIS brasileiro a estratégia observada no CEIS global. De certo, a “mercantilização” não tem reduzido as vulnerabilidades e fragilidades sistêmicas, sobretudo com relação à dependência em relação às importações de produtos estratégicos e ao desenvolvimento tecnológico; e nem a exclusão social e o acesso desigual e diferenciado aos serviços de saúde.

Para tanto, será necessário avançar na dimensão “universalização”, que se assenta sobre outros pressupostos e diretrizes, a começar que a saúde deve ser entendida como área estratégica e fundamental para promover o bem-estar de toda a sociedade e que o acesso aos serviços públicos de saúde é um direito. Além dessa visão política estratégica serão necessários: i) uma intensa geração de emprego no CEIS, sobretudo em serviços públicos de saúde; ii) a retomada das parcerias de desenvolvimento produtivo (PDPs) para o reforço da base produtiva e tecnológica doméstica, que permita uma escala de oferta de bens e serviços com qualidade e preços compatíveis com a “universalização”; iii) a utilização de avanços no CEIS 4.0 para melhorar a eficiência e o alcance das políticas públicas de saúde; e iv) um orçamento e financiamento públicos adequados para o sistema de saúde.

O avanço na dimensão “universalização” impõe enormes desafios para o CEIS no Brasil. Uma estratégia fundamental será a maior articulação das políticas de demanda pública (SUS) e privada com a produção e oferta de bens e serviços de saúde e com o desenvolvimento tecnológico no contexto da dinâmica do CEIS 4.0. Essa articulação é a base para o reforço dos ativos produtivos, mercadológicos e tecnológicos das empresas nacionais nos segmentos farmacêutico, de biotecnologia, de equipamentos e insumos, e de serviços de saúde e dependerá do grau de intervenção e dos instrumentos de política pública (financiamento, poder de compra público, encomendas tecnológicas, interação centros de pesquisa, universidades e empresas, entre outros).

No caso do Brasil, portanto, é urgente reinserir na pauta de desenvolvimento de longo prazo nacional a ampliação do conhecimento e das capacitações tecnológicas nos vários segmentos do CEIS. Essa questão é fundamental para a sustentabilidade de longo prazo do SUS. Embora com deficiências, o Brasil é um dos poucos países que conta com uma estrutura de laboratórios públicos, institutos de pesquisa e universidades com fortes capacitações na área de saúde. Da mesma

maneira, embora bastante fragilizada do ponto de vista produtivo e principalmente tecnológico, a base produtiva existente conta com atores importantes em diferentes segmentos, tanto filiais de empresas transnacionais quanto empresas nacionais. Do ponto de vista institucional, em que pese a agenda atual, é importante destacar o legado de aprendizado criado em termos de política pública, inclusive com a incorporação de uma visão de coordenação de diferentes agentes (Ministério da Saúde, Ministério de Indústria e Comércio, BNDES, Finep, empresas privadas nacionais e estrangeiras) para fomentar o CEIS e as parcerias para o desenvolvimento produtivo, articulando o setor público e privado.

Elevar no longo prazo as capacidades tecnológicas do CEIS brasileiro é também fundamental para garantir uma articulação menos dependente e com algum grau de soberania em relação ao sistema global. Evidentemente, é importante estar atento às dificuldades de capacitação das empresas e segmentos do CEIS no Brasil, em razão do montante necessário de investimentos de longo prazo frente à complexidade tecnológica que o sistema de saúde alcançou no período recente. Mas este avanço é fundamental, inclusive como mecanismo para criar maior capacidade de negociação, tanto do ponto de vista do custo de soluções médicas e de tratamento como do ponto de vista da possibilidade de criar mecanismos de cooperação internacional e desenvolvimento tecnológico para pesquisa básica e para o desenvolvimento de produtos e serviços. Cabe destacar ainda que o movimento de internacionalização e concentração do setor privado de serviços de saúde também impõe desafios para a articulação de uma política mais ampla de desenvolvimento do CEIS. Atores que atuam com uma lógica global tendem a reforçar laços com fornecedores globais de produtos, equipamentos, insumos e serviços tecnológicos, requerendo uma agilidade que pode ir de encontro ao esforço de construir capacidades produtivas e tecnológicas locais.

Garantir o financiamento para fomentar o avanço científico e tecnológico na área da saúde é fundamental. Também é importante articular a complementaridade entre o setor público e privado de maneira a estimular que a elevada lucratividade do CEIS, sobretudo das maiores corporações, avance em direção a maiores investimentos produtivos e em P&D, e não na alocação dos recursos para a estratégia de maximização do valor do acionista. Cabe ainda assegurar linhas especiais de financiamento para as pequenas e médias empresas do CEIS no Brasil.

Importante destacar que o avanço produtivo e tecnológico, associado à universalização do aces-

so aos serviços de saúde e a melhoria de bem-estar geral da sociedade, essencial ao desenvolvimento, não deve ser entendido como competitivo ou excludente às atividades privadas na área de saúde. Ao contrário, o desenvolvimento econômico e social amplia a demanda por serviços de saúde mais especializados e de maior complexidade, o que pode resultar em um processo de *crowding in*, possibilitando a criação e exploração de nichos de negócios no âmbito público e privado. Em contrapartida, é importante coibir a mercantilização espúria dos bens e serviços do CEIS e a assimetria observada entre a contribuição para os avanços no setor e a captura do valor criado por um grupo restrito, como tem acontecido no cenário internacional.

Não obstante, outro grande desafio será evitar a desnacionalização da base produtiva, sobretudo se for bem-sucedida a política de interação das condições de oferta e de demanda e constituídas empresas nacionais – nos segmentos farmacêuticos, de biotecnologia e de serviços e equipamentos de saúde –, mais inovativas, com maiores escalas, mais internacionalizadas, mais lucrativas e, portanto, mais atrativas. A venda das empresas nacionais para as grandes corporações globais será um obstáculo ao desenvolvimento e à soberania tecnológica e mais, facilitará a internalização no País das dinâmicas inovativas e produtivas financerizadas.

7. REFERÊNCIAS

- AGLIETTA, M.; RIBERIOUX, A. *Corporate Governance adrift. A critique of Shareholder Value*. Londres: Edward Elgar, 2005.
- APPELBAUM, E.; BATT, R. Private equity buyouts in healthcare: who wins, who loses?. *Inet Working Paper*, n. 118, 2020.
- BAHIA, L. et al. Das empresas médicas às seguradoras internacionais: mudanças no regime de acumulação e repercussões sobre o sistema de saúde no Brasil. *Cad. Saúde Pública*, Rio de Janeiro, v. 32, supl. 2, e00154015, 2016.
- BRAGA, J. C. S. *A temporalidade da riqueza*. 409f. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1985
- BRAGA, J. C. S. Economia política da dinâmica capitalista (observações para uma proposta de organização teórica). *Revista Estudos Econômicos*, São Paulo, n. especial, v. 26, 1996.

- BRAGA, J. C. S. Financeirização global: o padrão sistêmico da riqueza do capitalismo. In: FIORI, J. L.; TAVARES, M. C. (Ed.). *Poder e dinheiro: uma economia política da globalização*. São Paulo: Vozes, p.195-242, 1997.
- BRAGA, J. C. S. et al. For a political economy of financialization: theory and evidence. *Economia e Sociedade*. v. 26, n. especial, p. 829-856, 2017.
- BUSFIELD, J. Documenting the financialisation of the pharmaceutical industry. *Social Science & Medicine*, 258, 2020.
- CHESNAIS, F. *A mundialização do capital*. São Paulo: Xama, 1996.
- CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. In: CHESNAIS, F. (Ed.). *A finança mundializada: raízes sociais e políticas, consequências*. São Paulo: Boitempo, p. 35-67, 2005.
- CLEARY, E. G. et al. Contribution of NIH funding to new drug approvals 2010–2016. *PNAS (Proceedings of National Academy of Sciences)*, 115, (10), 2329-2334, 2018.
- CRESWELL, J.; ABELSON, R. New laws and rising costs create a surge of supersizing hospitals. *New York Times*, August 13, 2013, Section b, Page 1.
- CROTTY, J. The effects of increased product market competition and changes in financial markets on the performance of nonfinancial corporations in the neoliberal era. *Political Economy Research Institute Working Paper*, n. 44, 2002.
- DANZON, P. M.; EPSTEIN, A.; NICHOLSON, S. Mergers and acquisitions in the pharmaceutical and biotech industries. *Managerial and Decision Economics*, v. 28, n. 4-5, p. 307-328. <http://dx.doi.org/10.1002/mde.1343>, 2007.
- DAVIS, G. F. *Managed by the markets: how finance re-shaped America*. Oxford University Press, 2009.
- DURAND, C.; MILBERG, W. (2020). Intellectual monopoly in global value chains. *Review of International Political Economy*, v. 27, n. 2, 404-429.
- EPSTEIN, G. Financialization: there's something happening here. Amherst, MA: PERI. *Working Paper*, n. 394, 2015.

- FILGUEIRAS, M. L. DNA Capital fecha três aportes apesar da crise. *Valor Econômico*, 17 abr. 2020.
- FONSECA, C. V. C.; SILVEIRA, R. L. F.; HIRATUKA, C. The influence of heterogeneous institutional investors on company strategies in emerging countries: evidence from Brazil. *Competition & Change*, v. 23, p. 460-480, 2019.
- GADELHA C. A. G. Política industrial, desenvolvimento e os grandes desafios nacionais. In: LASTRES et al (orgs.) *O futuro desenvolvimento*. Campinas: Ed Unicamp, p. 215-351, 2016.
- GADELHA, C. A. G.; TEMPORÃO, J. G. Desenvolvimento, inovação e saúde: a perspectiva teórica e política do Complexo Econômico-Industrial da Saúde. *Ciência e Saúde Coletiva*, v. 23, n. 6, p. 1891-1902, 2018.
- GOTHAM, D. et al. *Pills and Profits. How drug companies make a killing out of public research*. Global Justice Now/Stop Aids. Disponível em: <<https://www.globaljustice.org.uk/sites/default/files/files/resources/pills-and-profits-report-web.pdf>>. Acesso em: 01 jul. 2020.
- GOTHAM, D. et al. *Pills and profits. How drug companies make a killing out of public research*. Global Justice Now/Stop Aids, 2017. Disponível em <https://www.globaljustice.org.uk/sites/default/files/files/resources/pills-and-profits-report-web.pdf>
- GUELLEC, D.; PAUNOV, C. *Digital innovation and the distribution of income*. National Bureau of Economic Research, No. w23987, 2017.
- HASKEL, J.; WESTLAKE, S. *Capitalism without capital: The rise of the intangible economy*. Princeton University Press, 2018.
- HIRATUKA, C., SARTI, F. Indústria Mundial: Mudanças e tendências recentes. In: HIRATUKA, C.; SARTI, F. (Orgs.). *Perspectivas do investimento no Brasil: indústria*. Rio de Janeiro: Synergia, 2010, v. 1. 343p.
- HIRATUKA, C.; DA ROCHA, M. A.; SARTI, F. Mudanças recentes no setor privado de serviços de saúde no Brasil: internacionalização e financeirização. In: GADELHA, P.; NORONHA, J. C.; DAIN, S.; PEREIRA, T. R. (Org.). *Brasil: Saúde Amanhã*. 1.ed. Rio de Janeiro: Editora Fiocruz, 2016, v. 1, p. 1-220.
- IBGE. *Pesquisa de Inovação – Pintec 2017*.

- I-MAK. Overpatented, overpriced: how excessive pharmaceutical patenting is extending monopolies and driving up drug prices. *I-MAK report*. <http://www.i-mak.org/wp-content/uploads/2018/08/I-MAK-Overpatented-Overpriced-Report.pdf>, 2018.
- IOANNOU, S.; WÓJCIK, D. On financialization and its future. *Environment and planning a: economy and space*, v. 51, n. 1, p.263-271, 2019.
- JENSEN, M. C.; MECKLING, W. H. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, v. 3, n. 4, p. 305–360, 1976.
- JENSEN, M. C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. *American Economic Review*, v. 76, n. 2, p. 323–329, 1986.
- JENSEN, M. *O eclipse do grupo empresarial de capital aberto*. Estratégia. Rio de Janeiro: Campus, 1998.
- KALTENBRUNNER, A.; PAINCEIRA, J. P. Developing countries' changing nature of financial integration and new forms of external vulnerability: the brazilian experience. *Cambridge Journal of Economics*, v. 39, n. 5, p. 1281–306, 2015.
- LAZONICK, W.; O'SULLIVAN, M. Maximizing shareholder value: a new ideology for corporate governance. *Economy and Society*, v. 29, n. 1, 2000.
- LAZONICK, W. The functions of the stock market and the fallacies of shareholder value. *Institute for New Economic Thinking Working Paper No. 58*, July 20. Disponível em: <<https://www.ineteconomics.org/research/research-papers/the-functions-of-the-stock-market-and-the-fallacies-of-shareholder-value>>. Acesso em: nov. 2020.
- LODH, S.; BATTAGGION, M. R. Technological breadth and depth of knowledge in innovation: the role of mergers and acquisitions in biotech. *Industrial and Corporate Change*, v. 24, n. 2, p.383-415, 2015.
- MAS, N.; VALENTINI, G. Technology complexity and target selection: the case of US hospital mergers. *Industrial and Corporate Change*, v. 24, n. 2, p. 511–537, 2014.
- MAZZUCATO, M. Mission-oriented innovation policies: challenges and opportunities. *Industrial and Corporate Change*, v. 27, n. 5, p. 803–815. DOI: 10.1093/icc/dty034, 2014.

MAZZUCATO, M.; ROY, V. Rethinking value in health innovation: from mystifications towards prescriptions. *Journal of Economic Policy Reform*, 22:2, 101-119, DOI: 10.1080/17487870.2018.1509712, 2019.

MAZZUCATTO, M. *O valor de tudo: produção e apropriação na economia global*. São Paulo: Editora Portfólio, 2020.

MILBERG, W. Shifting sources and uses of profits: sustaining US financialization with global value chains. *Economy and Society*, 37(3), 420-451, 2008.

MONTALBAN, M. e SAKINÇ, M. E. Financialization and productive models in the pharmaceutical industry. *Industrial and Corporate Change*, 22 (4), 981–1030, 2013.

NOLAN, P.; ZHANG, J.; LIU, C. The global business revolution, the cascade effect, and the challenge for firms from developing countries. *Cambridge Journal of Economics*, v. 32, n. 1, p. 29-47, 2007.

PALLUDETO, A. W. A.; FELIPINI, A. R. Panorama da literatura sobre a financeirização (1992-2017): uma abordagem bibliométrica. *Economia e Sociedade*, v. 28, n. 2, p. 313-337, 2019.

PORTER, M. E. Capital choices: changing the way America invests in industry. *Journal of Applied Corporate Finance*, v. 5, n. 2, p. 4-16, 1992.

PRESCRIRE INTERNATIONAL. Drugs in 2019: a brief review. *Prescrire International Outlook*, v. 29, n. 214, p. 110-111, 2020. Disponível em: < <https://english.prescrire.org/en/SummaryDetail.aspx?Issueid=214>>. Acesso em: 17 jul. 2020.

ROCHA, D. Laboratórios atuam como hubs de inovação. *Valor Econômico*, 29 abr. 2020.

SAWYER, M. What is financialization? *International Journal of Political Economy*, v. 42, n. 4, p. 5–18, 2013.

SERFATI, C. Financial dimensions of transnational corporations, global value chain and technological innovation. *Journal of Innovation Economics Management*, v.2, 35-61, 2008.

SERFATI, C. Transnational corporations as financial groups. *Work Organisation, Labour & Globalisation*, v. 5, n. 1 (Summer 2011), p. 10-38, 2011.

STIGLITZ, J. E.; JAYADEV, A. Medicine for tomorrow: some alternative proposals to promote so-

cially beneficial research and development in pharmaceuticals. *Journal of Generic Medicines*, v. 7, 3, 217–226, 2010.

SZÜCS, F. M&A and R&D: asymmetric effects on acquirers and targets? *Research Policy*, v. 43, n. 7, 1264-1273, 2014.

TAVARES, M. D. C.; BELLUZZO, L. G. D. M. Capital financeiro e empresa multinacional. *Temas de Ciências Humanas*, v. 9, 113-124, 1980.

TOPOROWSKI, J. Neologism as theoretical innovation in economics: the case of “financialisation.” In: O’SULLIVAN, P., ALLINGTON, N. F. B.; ESPOSITO, M. (Ed.). *The philosophy, politics and economics of finance in the 21st century: from hubris to disgrace*. New York, NY: Routledge. 2015. p. 254-266.

TULUM, Ö; LAZONICK, William. Financialized corporations in a national innovation system: the U.S. pharmaceutical industry. *International Journal of Political Economy*, v. 47, p. 3-4 e 281-316, 2018. DOI: 10.1080/08911916.2018.1549842.

UCL INSTITUTE FOR INNOVATION AND PUBLIC PURPOSE (2018) The people’s prescription: Re-imagining health innovation to deliver public value, *IIPP Policy Report*, 2018-10. London: IIPP, Global Justice Now, Just Treatment, STOPAIDS. Available at: <https://www.ucl.ac.uk/bartlett/public-purpose/wp2018-1>The people’s prescription: Re-imagining health innovation to deliver public value.

UNCTAD. *Trade and Development Report 2018. Power, Platforms and The Free Trade Delusion*. Genebra e Nova York. Unctad, 2018.

VAN DER ZWAN, N. State of the art: making sense of financialization. *Socio-Economic Review*, v. 12, p. 99–129.

WIESELER, B.; MACGAURAN, N.; KAISER, T. New drugs: where did we go wrong and what can we do better?. *BMJ* 366:l4340. Doi: 10.1136/bmj.l4340, 2019.

WIPO. *World Intellectual Property Report 2017: intangible capital in global value chains*. Geneva: World Intellectual Property Organization, 2017.



cee