

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

JOSÉ ANTÔNIO LUMERTZ

**AVALIAÇÃO DE OPERADORA DE PLANO DE SAÚDE:
COOPERATIVA MÉDICA DE ASSISTÊNCIA À SAÚDE**

Porto Alegre

2011

JOSÉ ANTÔNIO LUMERTZ

**AVALIAÇÃO DE OPERADORA DE PLANO DE SAÚDE:
COOPERATIVA MÉDICA DE ASSISTÊNCIA À SAÚDE**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Controladoria

Orientador: Prof. Dr. José Luiz dos Santos

Porto Alegre

2011

DADOS INTERNACIONAIS DE CATALOGAÇÃO NA PUBLICAÇÃO (CIP)
Responsável: Biblioteca Gládis W. do Amaral, Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS

L957a Lumertz, José Antônio
Avaliação de operadora de plano de saúde : Cooperativa Médica de
Assistência à Saúde / José Antônio Lumertz. – Porto Alegre, 2011.
124f. : il.

Ênfase em Controladoria.

Orientador: José Luiz dos Santos.

Dissertação (Mestrado Profissional em Economia) – Universidade
Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa
de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, 2011.

1. Economia da saúde : Plano de saúde. 2. Saúde : Análise econômica.
3. Controladoria. I. Santos, José Luiz dos. II. Universidade Federal do Rio
Grande do Sul. Faculdade de Ciências Econômicas. Programa de Pós-
Graduação em Economia. III. Título.

CDU 61:33

JOSÉ ANTÔNIO LUMERTZ

**AVALIAÇÃO DE OPERADORA DE PLANO DE SAÚDE:
COOPERATIVA MÉDICA DE ASSISTÊNCIA À SAÚDE**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como quesito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia, modalidade profissionalizante, com ênfase em Controladoria

Aprovada em: Porto Alegre, 25 de abril de 2011.

Prof. Dr. José Luiz dos Santos - orientador
UFRGS

Prof. Dr. Pedro Cezar Dutra Fonseca
UFRGS

Prof. Dr. Paulo Roberto Pinheiro
UNIFIN

Dedico este trabalho a todos os estudiosos e pesquisadores que buscam superar o desafio do conhecer e de equacionar o desconhecido, em especial aos professores da Faculdade de Ciências Econômicas/UFRGS, que transformaram este percurso, numa etapa de pleno aprendizado e aprimoramento ao saber. Com carinho à minha esposa Isabel e as nossas filhas Magali e Juliane, cuja companhia e companheirismo foram fatores primordiais e inspiradores à continuidade dessa jornada.

“O aprendizado é uma grande e larga avenida, por vezes enlameada, que deve ser transitada de forma sequencial e constante e que, a cada etapa, nos amplia o horizonte do conhecimento e das dúvidas, para o desafio às novas descobertas. A sabedoria está em mantermo-nos em movimento, sem sair da estrada, mas apreciando e assimilando toda a sua paisagem e aprendizado a ser absorvido”.

(Mestre Chinês – Autor Desconhecido)

RESUMO

A globalização, a maior ou menor estabilidade financeira e política e o atual nível de desenvolvimento econômico que o Brasil vem apresentando, condição que lhe concedeu a classificação de *investment grade*, obtido em 30 de abril de 2008, pela Agência Standard & Poor's, conjugado com o nível de renda que a população vem atingindo, está transformando o país num mercado atrativo ao capital externo. A regulamentação do setor de saúde privada iniciada com a lei 9656/98 e com a criação da Agência Nacional de Saúde Suplementar – ANS, em 2000, fez com que este segmento mercadológico passasse a atrair a curiosidade e, agora, o direcionamento da atenção de mega investidores. Neste mercado há uma importante participação das cooperativas médicas e odontológicas - com significativa parte no *share* – aproximadamente 40%, no seu conjunto. A regulamentação vem causando certa concentração do setor pela aquisição de carteiras ou até mesmo de toda a empresa, sendo que estas negociações atingem a casa dos bilhões de reais. Essas situações encontram nas sociedades cooperativas médicas e odontológicas peculiaridades que divergem destas facilidades de negociação.

Palavras-chave: Valoração de Cooperativa Plano de Saúde. Operador de Plano de Saúde. Fluxo de Caixa Descontado. Segmento de saúde no Brasil. Modelo misto de saúde. Cooperativa Médica. UNIMED.

ABSTRACT

Globalization, financial and political stability and current degree of economical development that Brazil are living (because of these condition Standard & Poor's gave to Brazil the classification of investment grade on April 30th, 2008) combined with Brazilians income degree are converting Brazil in an attractive market for outside capital. Private health sector regulamentation which started with the Brazilian law number 9656 from 1998, and the creation of *Agência Nacional de Saúde Suplementar* – ANS (in 2000) let this sector to attract curiosity and nowadays the attention of big stakeholders. Medical and odontological cooperatives have important participation in this market with signification part in share – like 40% on its set. The regulamentation bring on a concentration in the sector by portfolio purchase or until same all firm acquisition – that involves trillion of Brazilian reais. These situations find on medical and odontological cooperatives quirks that diverge from negotiations facilities.

Keywords: Valuation Cooperative Health insurance. Health Insurance Operator. Discounted Cash Flow. Brazilian Health System Mixture model of health Cooperative and health plan operator. UNIMED.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Gráfico dos interesses - Vendedor X Comprador	16
Figura 2 - Modelos de Valoração	20
Figura 3 - Posicionamento Estratégico	38
Figura 4 - Estados da Natureza.....	43
Figura 5 - Mapa do Sistema Unimed no RS.....	60
Figura 6 - Curva ABC do número de OPS	73
Figura 7- Coberturas por Unidade Federativa	74
Figura 8 - Presidente da AMIL – Dr. Edson de Godoy Bueno	77
Figura 9 -Valoração das Ações.....	79
Figura 10 - Dados Gerais.....	80
Figura 11 - Composição Administrativa	80
Figura 12 - Composição Acionária.....	80
Figura 13 - Demonstrativo Resultado e do EBITDA	81
Figura 14 - Composição do Ativo	81
Figura 15 - Composição do Passivo e do PL.....	82
Figura 16 - Premissas Projeção 10 anos	83
Figura 17 - Premissas Adotadas	84
Figura 18 - Parâmetro BETA.....	85
Figura 19 - Parâmetro WACC – Custo Médio Ponderado do Capital	85
Figura 20 - Evolução dos Beneficiários	86
Figura 21 - Evolução das Contraprestações (Receita).....	86
Figura 22 - Evolução dos Custos Assistenciais	87
Figura 23 - Evolução do EBITDA e LL	87
Figura 24 - Evolução dos Investimentos	88
Figura 25 - Evolução do Fluxo de Caixa.....	88
Figura 26 - Valor Contábil da Ação	89
Figura 27 - Variação no valor da Ação.....	89
Figura 28 - Evolução na Bovespa.....	90
Figura 29 - FCFE	90
Figura 30 - WACC	91
Figura 31 - EV / EBITDA	93
Figura 32 - AMIL x Ibovespa.....	94
Figura 33 - EBITDA.....	94
Figura 34 - Fatos e Estimativas	95
Figura 35 - Participação no Mercado (Share).....	96
Figura 36 - Sinistralidade	97
Figura 37 - Análise de Sensibilidade.....	98
Figura 38 - AMIL x Ibovespa (idem fig. 31).....	99
Figura 39 - Share	101
Figura 40 - Composição Etária da Carteira	101
Figura 41 - Área de Atuação da Unimed POA.....	103
Figura 42 - Presidente da Cooperativa. Dr. Márcio Pizzato.....	104
Figura 43 - Hospital Unimed em Guaíba.....	106
Figura 44 - Lideranças Unimed – Inauguração Hospital em Guaíba	106
Figura 45 - Lideranças do Setor	107
Figura 46 - Unimed Centro Sul – BP e DRE.....	107
Figura 47 - Reunião Incorporação	108

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Crescimento trimestral do PIB – variação %	24
Tabela 2 - Taxas de juros reais (deflacionadas pelo IGP-DI).....	25
Tabela 3 - Taxa de cobertura (%) por planos privados de saúde no Brasil (Brasil - 2003-2009)	70
Tabela 4 - Beneficiários de planos privados de saúde, por cobertura assistencial (Brasil - 2003-2009)	71
Tabela 5 - Operadoras em atividade com beneficiários (Brasil – 2003-2009).....	72
Tabela 6 - Receita de contraprestações das operadoras (Brasil - 2003-2009).....	72
Tabela 7 - Unimed Porto Alegre – BP e DRE Sintetizados	110
Tabela 8 - Unimed Centro Sul – BP e DRE Sintetizados.....	110

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
2 OS MODELOS TEÓRICOS E SEUS FUNDAMENTOS	15
2.1 FUNDAMENTAÇÃO E MODELOS TEÓRICOS	15
2.1.1 Métodos dentro do Fluxo de Caixa Descontado	20
2.1.1.1 Avaliação da Participação Acionária (Cashflow to Equity).....	26
2.1.1.2 Avaliação da Empresa como um todo	27
2.1.2 Métodos dentro da Avaliação Relativa.....	28
2.1.3 Avaliação por Direitos Contingentes	29
2.1.4 Algumas Formulações para os Modelos de Opções – ações.....	31
2.2 INCERTEZA E RISCO.....	41
2.3 ANÁLISE DOS DADOS – CONSISTÊNCIA E FLUXO DE CAIXA.....	48
3 HISTÓRIA DO COOPERATIVISMO E DO SEGURO	55
3.1 O COOPERATIVISMO: DA ANTIGÜIDADE ÀS COOPERATIVAS MÉDICAS.....	55
3.1.1 Na Antigüidade (a.C.).....	55
3.1.2 Na Idade Moderna.....	56
3.1.3 O Cooperativismo no Brasil	57
3.1.4 O Caso Unimed – Cooperativa Médica de Assistência à Saúde.....	58
3.2 HISTÓRIA DO SEGURO.....	65
3.2.1 Na Antigüidade (a.C.).....	66
3.2.2 Na Idade Média - Moderna.....	67
3.2.3 O Sistema Segurador Brasileiro	68
3.2.4 Estrutura do Mercado de Saúde Suplementar – Privado.....	69
4 ANÁLISE DOS CASOS AMIL E UNIMED POA	75
4.1 O CASO AMIL	75
4.1.1 Notícias Mais Relevantes.....	75

4.1.2 Características e Perfil	77
4.1.3 Medial Saúde S/A	78
4.1.4 AMIL: Cronologia dos Principais Itens	92
4.2 UNIMED – COOPERATIVA MÉDICA GESTORA DE PLANO DE SAÚDE	102
4.2.1 Unimed Porto Alegre.....	102
4.2.2 Unimed Centro Sul.....	104
4.2.3 Incorporação da Unimed Centro Sul.....	108
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	115
REFERÊNCIAS	120

1 INTRODUÇÃO

Desde os primórdios da Humanidade, os indivíduos se agrupam para atingir um nível mais elevado de proteção. Todas as culturas ou sociedades mais ou menos evoluídas praticaram formas de ajuda comum, mesmo que de forma instintiva, num primeiro momento. Este sentimento evoluiu e passou a ser tratado de forma econômica. Os registros mais antigos estão no Talmud e, de forma mais prática, nas caravanas que cruzavam do oriente para o ocidente, os desertos da Ásia Menor, criando a figura do Princípio do Mutualismo, hoje consagrada nas relações securitárias do mundo inteiro.

De forma similar, mas completamente dentro de outro contexto e processo evolutivo, as relações societárias evoluíram e chegaram inclusive a definir modelos governamentais, como foi o caso clássico, mais recente, dos modelos capitalistas e socialistas. Entretanto, sem entrar neste campo de discussão, temos o modelo cooperativo evoluído de forma mais objetiva e como modelo para as atuais relações, a partir de 1844, quando em Rochdale, na Inglaterra, foi inaugurada a primeira cooperativa, cujos princípios servem até hoje como parâmetros normativos.

Os eventos (riscos) que atingem o indivíduo ao longo de sua vida permitem uma série de segmentações, dentre as quais serão analisadas de forma mais específicas as questões relativas aos riscos de atenção à saúde pessoal, assim entendidos todos os aspectos que atingem uma pessoa e prejudicam sua capacidade produtiva ou meramente a manutenção das necessidades físicas normais. Essa figura ganha especial relevância face sua classificação como “um bem maior” e, no Brasil, estar definido como dever do Estado, conforme o artigo 196 da constituição federal atual, promulgada em 5 de outubro de 1988. Embora esta definição, podendo ser tida como muito recente, já a longa data, as questões relativas à saúde e o tratamento financeiro que lhe são inerentes vem desafiando todas as sociedades, basicamente dentro de três premissas básicas: na primeira, é a capacidade plena dos clientes assumirem o custo integral dos atendimentos, denominados de atendimentos particulares, quer por recursos próprios já existentes ou via financiamentos bancários (junto às instituições financeiras); no segundo modelo temos a figura do denominado “financiamento à priori”, logo de cunho aleatório, pois se certo for enquadra-se como financeiro, sendo que nestas condições, passam a compor o mercado de riscos, denominado de securitário; por fim, temos o modelo de atendimento público, assumido de forma assistencialista, sendo tratado através

de recursos gerais (não particularizados). Em alguns países o modelo é mais privado ou público, porém, no Brasil, temos um modelo misto, determinado pela Lei 10.880, que criou o Sistema Único de Saúde (SUS), por decorrência das regras constitucionais, permitindo de forma complementar a participação de entidades privadas. Na verdade, estas entidades privadas já existiam e tinham forte atuação, quando da promulgação da constituição, mas sem uma regulamentação mais específica. A regulamentação deste segmento só foi ocorrer em 1988, através da Lei 9.656, que face ao longo e desgastante processo de legislativa teve a duração de um dia, pois logo após a sua promulgação, foi editada uma medida provisória alterando-a em diversos pontos e, sequencialmente, tivemos vários outros normativos – MPs e, passados mais de 10 anos deste início, ainda temos vários pontos em processo de regulamentação. Independente destas figuras normativas, face a relevância e necessidade que a população tem, ao contar com mais de 40 milhões de pessoas participantes deste segmento – aproximadamente 22% da população, e com uma movimentação financeira do segmento privado superior à repassada pelo SUS – público a todos os prestadores (hospitais, laboratórios, clínicas, pronto socorros, etc), na qual ainda se insere uma grande discussão, visto que o cliente é o mesmo e, no público, todos tem direito, o que deveria caracterizar o privado para os atendimentos tidos como complementar ou suplementar (a figura atual é de buscar caracterizá-lo como substitutivo, onerando o cliente).

Neste processo regulatório vários itens, quer de cunho técnico-atuarial, ou de cunho mais político, vêm evoluindo de forma não sistematizada, valendo muito mais a barganha. A mídia, especialmente pelas emissoras de televisão, tem servido de meio de divulgação e formação de pressão-regulamentadora, especialmente pelas associações tidas como de defesa da população. Esta ação acaba por dificultar a evolução da regulamentação deste setor, especialmente frente a figura de não existir limite de responsabilidade financeira pelo risco de atendimento à saúde, independente do patrimônio líquido, que conduz a margem de solvência da operadora. Com a evolução da medicina e dos recursos terapêuticos, os custos de um atendimento podem atingir valores bem elevados, sendo comum ultrapassarem a casa dos R\$ 100 mil, todavia, muitas operadoras existentes no mercado e de cunho mais regionais não tem suporte técnico-atuarial para assumir esta responsabilidade, bem como a variabilidade que estes encargos sofrem ao longo dos períodos mensais, ou até mesmo anuais, condição que reforça a necessidade de uma maior margem de solvência das operações. O alinhamento internacional definido pelo Acordo de Basiléia II, que se traduziu para este segmento pela regra da Solvência II e a inexistência de uma política de resseguros própria ao setor, fará com que muitas destas atuais operadoras tenham suas carteiras de negócios absorvidas, de forma

direta – pela compra, ou de forma indireta – pela ingerência do órgão regulamentador (caso tipo ocorrido com a Ulbra, no Rio Grande do Sul).

Algumas importantes movimentações de carteiras vêm ocorrendo neste segmento e face às características societárias de um relevante grupo participante, busca-se através deste estudo de caso a apresentação das figuras atinentes. A literatura em geral trata de forma detalhada as questões que envolvem modelos relativos às sociedades de capital, com movimentações em bolsa ou similares. A obra básica deste modelo é o livro de Damodaran (2004), segunda edição e as obras dos professores Santos e Schmidt (2005) que apresentam de forma muito detalhada os diversos modelos matemáticos de cálculo da valoração de um Ativo, assim entendida a carteira de negócios ou a própria empresa como um todo. Assim, este estudo de caso procurará, através de dois modelos ocorridos no mercado, explorar as peculiaridades de cada caso, os fatores envolvidos e, dentro do possível, a forma de interpretar o efeito financeiro e de sua rentabilidade futura esperada.

No primeiro capítulo serão desenvolvidos os fundamentos e os principais modelos de cálculo existentes, destacando suas peculiaridades, tomando por base os modelos apresentados por Santos e Schmidt (2005) e por Damodaran (2004). Estão indicadas também algumas figuras importantes na interpretação da finalidade das empresas do setor da saúde, segundo fundamentos acadêmicos.

No segundo capítulo é apresentada a evolução do mercado segurador e do mercado cooperativo, permitindo a caracterização dos mesmos e, principalmente o alinhamento das figuras convergentes e que, embasados pelo modelo matemático, relativo à Ciência Atuarial, evidenciar alguns parâmetros básicos e necessários à valoração de um ativo deste setor.

No terceiro capítulo são apresentadas as peculiaridades de cada uma das negociações ocorridas, buscando demonstrar na prática do mercado a utilização das figuras e modelos indicados inicialmente, bem como a variabilidade ocorrida. Ao adotar dois modelos societários distintos, busca-se neste estudo verificar a compatibilidade e funcionamento de cada modelagem existente, obtendo-se inclusive a ponderação de variáveis exógenas ao modelo mais formal.

Por último, serão apresentadas as considerações finais indicando os pontos mais relevantes da análise do caso e que evidenciam o estudo realizado.

2 OS MODELOS TEÓRICOS E SEUS FUNDAMENTOS

A teoria matemática vem evoluindo de forma significativa, associando aspectos estatísticos com os fundamentos financeiros, que normalmente envolvem estes negócios e suas respectivas avaliações. Assim, é básico partimos da análise dos principais modelos existentes.

2.1 FUNDAMENTAÇÃO E MODELOS TEÓRICOS

Autores de diversas regiões e países têm abordado o tema concernente a avaliação e valoração de uma empresa ou de um produto, denominando-os, genericamente, de ativo. Os modelos adotados levam em consideração as regras básicas atinentes ao tema, que são as relativas à capacidade de geração de ganhos futuros e o valor residual e estratégico da empresa e do seu produto (o termo produto aqui utilizado tem sentido genérico, ou seja, refere-se também à serviços, quando for o caso). Dentre os autores mais renomados, cabe especial menção à obra: *Finanças Corporativas*, de autoria de Aswath Damodaram (2004), que servirá de base para a fundamentação dos modelos teóricos dessa dissertação, juntamente com a obra complementar *Avaliação de Empresas: foco nos métodos relativos e na precificação de opções: teoria e prática*, de autoria dos professores Drs. José Luiz dos Santos e Paulo Schmidt (2005).

Antes de adentrar no comentário dos modelos, é importante destacar que vários outros parâmetros e variáveis de mercado (exógenas ao modelo) podem influenciar o desvio do valor médio do ativo, influenciando na tomada de decisão e, por decorrência, no valor a ser pago. Estas variáveis e parâmetros, ora comentados, ficam no campo genérico da análise, pois estes se classificam na figura do “idiota maior”, que está disposto a adquirir a empresa, independente da sua valoração, conforme nos apresenta Santos e Schmidt (2005). Todavia, independente desta conotação inicialmente tida como pejorativa, alguns outros elementos exógenos, como já apontados, podem afetar o valor desta decisão de compra do ativo, tanto para mais quanto para menos. Um dos principais entendimentos que a indicação relativa ao “*idiota maior*” engloba é a figura determinada pela posição e pelo interesse do vendedor,

frente a posição e interesse do comprador, levando à curva Posição vendedor x comprador, cujo gráfico pode ser assim indicado:



Figura 1 - Gráfico dos interesses - Vendedor X Comprador
Fonte: Autoria própria

Os fundamentos do posicionamento de cada parte podem ser assim sintetizados:

- a) posição do vendedor – ponto de oferta: ao valorar o ativo (empresa ou produto) pode ser ponderado o interesse ou necessidade do vendedor em efetuar a transação. As exemplificações mais simples e consistentes, que sintetizam esta figura, são os casos extremos de falta de recursos financeiros (caixa - \$) ou até mesmo com o pagamento de juros, a uma taxa mais elevada no mercado financeiro, conduzindo à conveniência (ou necessidade) de buscar o pagamento da dívida, com a venda do ativo;
- b) posição do comprador – ponto do comprador: de outra parte, o comprador também pode ter uma importante oportunidade, motivando um segundo interesse de compra, pois ao fazer este investimento, conjugando com os negócios ou situações já de seu domínio, o fator multiplicador do investimento pode alavancar o valor inicialmente tido com excessivo, viabilizando economicamente a negociação que, se analisado exclusivamente em relação ao investimento efetuado, demonstre-se com excessiva.

Isto fica evidenciado na indicação contida nos quadrantes do gráfico apresentado na Figura 1, onde as posições 2 e 4 indicam os posicionamentos em que não haverá negociação entre as partes, mas mediante o “interesse” de uma delas, estas posições poderão conter alternativas não explicitadas. Nestas posições 2 e 4, salvo um “interesse” complementar

(social, público ou outro), oferecendo um incentivo a uma das partes, ou seja, a compensação pela parcela negativa que restringia a indicação inicial da negociação. Já, na posição 1, os interesses são evidentes, podendo inclusive haver ganho extra por ambas as partes. Observa-se que a análise aqui proposta também pode ser efetuada dentro de uma segmentação, sendo válida para uma determinada parte ou região da empresa ou de determinado produto. Estas informações relativas ao maior ou menor interesse são de difícil identificação e respectiva mensuração, salvo em situações muito evidentes ou de domínio público, situações tidas como mais raras, visto que exigiriam a obtenção de dados internos das empresas em avaliação, notadamente de interesse restrito e estratégico ao Vendedor. Assim, mesmo considerando a relevância que estes interesses poderão ter, o ponto de partida sempre será a valoração do ativo (VA), ao qual poderá haver um ágio ou deságio, ainda que de cunho sigiloso, por uma ou ambas as partes, onde conduzirão ao “campo da negociação” e respectiva “barganha”, atualmente inserida, de forma mais estruturada, no conteúdo da Teoria dos Jogos.

De forma complementar, elementos como volume de recursos financeiros disponíveis no mercado internacional, opção de “domínio de mercado” ou pulverização das operações, de forma vertical ou horizontal, entre outras opções particulares ou mesmo de políticas governamentais para maior representatividade junto à comunidade internacional, caso típico do Brasil, no momento atual, denominadas de *hard power*¹. A situação da crise financeira internacional iniciada em setembro de 2008, gerou uma retração nos investimentos e no Brasil fez com que empresas de capital internacional, especialmente estadunidense, retornassem os valores dos investimentos para cobrir perdas patrimoniais e prejuízos que tiveram de ser reconhecidos. O conjunto destas variáveis e parâmetros exógenos ao modelo será indicado como “variável do comprador”, representando o nível de influência da sua opção ou preservação da “marca” (caso Unimed).

Conforme Damodaran (2004) os recursos para aquisição de uma empresa tem duas importantes origens, a externa e a interna:

- a) recursos externos, denominados de investimentos, obtidos junto ao mercado financeiro tradicional, e para o qual teremos o custo dos juros que forem negociados, segundo a taxa e o prazo estabelecido; dentro desta remuneração há necessidade de tratar o juro real (efetivo), ou seja, deve ser descontada a taxa de

¹ Conceito desenvolvido por Nye (2002), *hard power* (em português, poder duro) consiste no emprego de instrumentos militares e econômicos, utilizados como forma de coerção por Estados. As ações são diretas visando intimidar, proteger, coagir e induzir. No âmbito militar, o poder duro é empregado por meio de guerras, pela diplomacia coercitiva ou, até mesmo, pela formação de alianças estratégicas. No âmbito econômico, o *hard power* é utilizado através de políticas de sanções, apoio financeiro e suborno.

inflação atinente ao respectivo período e, até mesmo a variação da taxa de câmbio, se este recurso for obtido no mercado internacional²;

- b) recursos internos, que podem ser próprios, os que têm origem nos “donos do capital”, assim tidos os acionistas ou quotistas (ou cooperados), conforme o tipo societário; e os recursos de terceiros, que podem ser utilizados segundo o ciclo financeiro do giro do negócio; no caso específico do capital próprio, a remuneração toma por base a rentabilidade das operações (negócio), que, nas sociedades mercantis pode ser medida pelo lucro real obtido.

A figura de recursos externos não se constituirá em análise maior, pois sua remuneração é estabelecida de forma própria e específica, não guardando relação com a maior ou menor valoração da empresa, a qual tem, no máximo, um fator de garantia ao empréstimo. Assim e por decorrência, estes recursos não serão objeto de análise deste trabalho, muito embora fique evidenciada sua eventual participação no giro e/ou até mesmo no financiamento da empresa.

Outro ponto relevante e digno de registro é a figura de que, dentro de uma avaliação mais acurada, sempre será importante quantificar o “custo” do investimento, mesmo que possam existir outros “interesses” que venham a influenciar ou até mesmo definir a aquisição de determinado ativo. Portanto, muito embora não se adentre a estes aspectos, pois sua ponderação conduz a situações de cunho mais específico (particularizados), as análises devem ser complementadas pela avaliação, básica ou geral, mas que fundamenta a devida valoração, e dentro do possível com a mensuração da estimativa destas variações.

Estes comentários preliminares ao presente estudo de caso visam indicar que a análise dos modelos propostos pelos principais autores e que servem de base para este trabalho, constituem-se numa pequena porta, objetivando iniciar este tema, sendo importante o destaque realizado ao final do prefácio da obra de Santos e Schmidt (2006, p. x), concernente a “[...] poderão surgir pontos divergentes com relação a outros autores e interpretações, especialmente por se tratar de um assunto complexo, mas isso faz parte do processo de evolução a que estamos sempre expostos”.

² Sobre o item relativo à expectativa inflacionária e outros aspectos econômicos, há importante trabalho recentemente elaborado pela área econômica da FCE/UFRGS, denominado Carta Conjuntura – 2010: A Retomada do Crescimento.

Deste modo, embora a liberalidade evolutiva prevista pelos autores acima indicados, face o foco deste estudo, procurar-se-á manter o caráter mais conservador, a fim de permitir a concentração nas questões relativas à valoração das sociedades cooperativas, direcionando o foco às cooperativas médicas, denominadas Unimed, enquanto operadoras de planos de saúde.

Adentrando aos modelos já desenvolvidos e devidamente abordados na literatura indicada, serão aqui tratados de forma mais sintética, visto que o seu detalhamento está disponível na referida literatura.

Doravante e seguindo a denominação indicada na literatura, será utilizada a expressão “Ativo” para referir-se ao valor da Empresa ou Sociedade que está sendo objetivo da análise, entendendo-se que a valoração inclui os ativos e passivos, ou seja, todos os compromissos que afetam o resultado e a rentabilidade da empresa (ou produto ou segmento) em apreço, ainda que eventualmente ocultos ou classificados como intangíveis.

Santos e Schmidt (2005) relatam que a classificação das metodologias de avaliação pode ser sintetizada em três (3) grandes grupos, a saber:

- a) avaliação por fluxo de caixa descontado: este método consiste em avaliar, *ceteris paribus*, os rendimentos líquidos futuros e dentro de um prazo entendido como adequado, sendo, de forma mais padrão, admitido os períodos de 5 ao máximo de 10 anos, como regra geral; as exceções devem ser tratadas à parte, tais como empresas com atividade no segmento de infra-estrutura, tipo hidroelétricas, estradas e similares, casos em que o prazo pode ser estendido para 20 ou até 30 anos;
- b) avaliação relativa: toma por base o comparativo com avaliações similares efetuadas pelo mercado, numa espécie de “cotação de mercado”;
- c) avaliação de direitos contingentes: toma por base o valor das opções (ações) e sua cotação na bolsa de valores ou mesmo de mercado futuro³.

Santos e Schmidt (2005) apresentam ainda um quadro resumo dos principais tipos de modelos de avaliação que está assim esquematizado:

³ Damodaran (1997) sintetiza em apenas dois modelos gerais, ou seja, como bem alertam os autores Santos e Schmidt (2005), podem haver ligeiras variações, quanto ao maior ou melhor detalhamento.

Avaliação	Modelos de Entrada		
	Modelos de Saída	Avaliação Relativa	Índice P/L
			Índice P/VC
			Índice P/V
			Índice P/CF
			Índice P/Dividendos
			Índice P/Tobin
		Avaliação por Opções	Black e Scholes
			Modelo Binomial
			Empresa
Fluxo de Caixa	Patrimônio Líquido		

Figura 2 - Modelos de Valoração
 Fonte: Santos e Schmidt (2005, p. 5)

O primeiro modelo apresentado tanto por Santos e Schmidt (2005), quanto por Damodaran (2004), é o fluxo de caixa descontado, que será tratado a seguir e dará início à caracterização dos principais índices apresentados por estes autores e que servirão de subsídio para a avaliação ora proposta.

2.1.1 Métodos dentro do Fluxo de Caixa Descontado

Esta sistemática avalia, a valor presente, os incrementos líquidos (ganhos) gerados pelo Ativo adquirido (empresa), dentro de um prazo admitido de retorno e taxa líquida de juros (ou rendimento), considerada como remuneração média possível de ser obtida no mercado financeiro. A formulação básica é a padrão do VP – Valor Presente, que é dada pela seguinte equação:

$$VPA = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCA_t}{(1+r)^t}$$

Onde:

VPA: é o valor atual (presente) do Ativo em avaliação;

t: é o período dos valores, limitado a “n”, sendo este o prazo aceito (admitido) como retorno do investimento;

FCA: é o valor das parcelas, positivo ou negativo, geradas pelo fluxo ao final de cada período t;

r: é a taxa de ganho líquida admitida para o período, podendo ser uniforme (igual em todos os períodos) ou específica para cada período – como regra geral é adotada como uniforme para todos os períodos.

Vamos aproveitar esta abertura para inserir alguns comentários que, embora de outros autores, são muito importantes e permitem complementar este tópico. Assim, iniciaremos com a anotação relativa à Crise Econômico-Financeira caracterizada em setembro/2008, visto que mesmo já tendo decorrido mais de dois anos, desde o seu marco inicial, ainda persiste sua influência nas relações financeiras e econômicas de muitas economias (e países), afetando a credibilidade e relação com a taxa de juros. Este parâmetro é fundamental para a avaliação das alternativas de valoração e eventual aquisição de uma empresa ou produto (ativo). Onde, a crise financeira trouxe dois aspectos relevantes:

- a) uma menor liquidez de capital para financiamentos de longo prazo;
- b) uma maior flexibilidade dos investimentos no Brasil, face o nível e a estabilidade atingida, sintetizada pela concessão da condição de *investment grade* que o Brasil obteve junto à agência Moody's⁴.

No entanto, o Brasil vem demonstrando uma grande capacidade de crescimento econômico-financeiro e descolamento dos efeitos mais diretos das crises internacionais, como a ocorrida. Fortes fatores vêm afetando o Brasil, junto aos quais se insere um importante ponto, especialmente em relação ao foco deste trabalho, que é o relativo à figura dos Investidores Institucionais, constituído pelo grupo das seguradoras, fundos de pensão (EFPC – privados e públicos), EAPP e, mais recentemente, as Operadoras de Planos de Saúde (OPS), caso em que se incluem as Unimed, Amil, etc., que são foco deste trabalho.

O artigo, “*The Rise of Fiduciary Capitalism*”, de autoria dos professores James P. Hawley e Andrew P. Williams (2001) nos indica que, desde os anos 70, a maior concentração do controle das grandes corporações dos EUA está sob controle dos fundos de pensão, do que dos indivíduos privados. Segundo estes autores, isto pode ser denominado de “Capitalismo Fiduciário”. Peter Drucker (1993, p. 78) também escreveu nesta época que “[...] no coração do capitalismo ocidental, os trabalhadores se tornarão os detentores dos meios de produção, sem qualquer revolução”. Essa “revolução” está prestes a começar, de forma mais significativa, no Brasil. Esta é a importância maior desta discussão. Dentro deste mercado,

⁴ Conforme Franco (2009) esta classificação e as próprias agências não gozam de grande credibilidade (especialmente pelos casos ocorridos nos USA). No início foi indicada a mesma classificação dada pela Standard & Poor's, em 30/04/08.

que será denominado genericamente de Mercado Segurador – no mundo é utilizado este termo, porém, no Brasil, esta regra requer uma adequação, o que sempre requer um cuidado ao serem interpretadas as indicações dos diversos autores. O exemplo maior desta não padronização é o dado de 3,0% do PIB, como representatividade do Mercado Segurador no Brasil, sendo que neste item está contida apenas a produção (receita) das Seguradoras e das Entidades Abertas de Previdência Privada (EAPP), não estando computados os valores dos segmentos das EFPP (fundos de Pensão), as OPS e até mesmo os entes de gestão pública, como o INSS e o SUS. Ao compararmos com o mercado estadunidense ou até mesmo o chileno, onde todo o segmento é privado (em ambos), teríamos uma maior uniformidade nos parâmetros.

Outro ponto importante, que atinge este mercado, neste momento, e que decorre da crise financeira internacional de setembro de 2010, é a retirada de capitais de investimento do Brasil (e de outros países) para “fechar” as contas junto às suas respectivas matrizes estadunidenses, como foi o caso do *American International Group* (AIG), que era sócia do Unibanco, tendo inclusive sido o ponto norteador da união Itaú-Unibanco, até então inconcebível pelo mercado, face as divergências operacionais e estratégicas, até então existentes. Também foi muito comentado, inclusive pela imprensa internacional o caso do aporte de capital que o governo estadunidense fez para recuperar a AIG, visto que suas ações caíram 99% na bolsa americana, *New York Stock Exchange* (NYSE). Outro ponto forte neste segmento, é a retirada do grupo holandês ING da parceria com a SulAmérica Seguros.

O destaque a estes pontos visa indicar que estes investidores institucionais são os formadores do capital fiduciário, anteriormente indicado, e são os principais investidores e que, também no Brasil, estão despontando nesta figura e tendem a serem os principais compradores de empresas (ativos). Franco (2009) também nos apresenta que ainda restam dúvidas sobre o comportamento e tendências do mercado americano (estadunidense, mais precisamente), especialmente sobre o segmento imobiliário comercial, pois ainda não mostra sinais positivos, como o segmento residencial e, o consumidor americano, criticado até então pelos seus excessos consumistas e pela taxa de poupança negativa (nível de endividamento), tende a ser o fiel da recuperação, através da elevação do consumo, em decorrência da elevação da renda (trata-se de pressuposto). Já, na Europa, ainda existem regiões com problemas de retomada, alguns sob programas do Fundo Monetário Internacional (FMI). Os problemas existentes em alguns países, apesar de pequenos, poderiam afetar bancos de países maiores, como a Suécia, a Áustria e até mesmo a Alemanha ou Grécia. A Espanha tem um caso particular, caracterizado por uma “bolha imobiliária”, onde os efeitos da crise ainda não

tinham aponta, quando iniciamos este texto, mas, agora, já se fazem presentes.⁵ Como dado financeiro deste fluxo, o investimento internacional para países desenvolvidos, que costumava ser da ordem de US\$ 1,3 trilhões, caiu a um terço (US\$ 400 bilhões) ou até um pouco menos, neste primeiro momento. O Brasil ainda mantém um bom fluxo de captação e isto nos leva ao segundo ponto, que é o relativo à taxa de juros efetiva paga no Brasil, componente (parâmetro) fundamental para a valoração dos ativos, como já referido.

Complementando o acima, para maior subsídio sobre a capacidade de influência das economias referidas, frente aos efeitos da crise internacional, é importante citar o trabalho elaborado pelos economistas da Faculdade de Ciências Econômicas (FCE) da Universidade Federal do Rio Grande do Sul (UFRGS), intitulado: “Carta Conjuntura – 2010: a retomada do crescimento”, onde já na primeira parte nos traz a evolução do PIB dos últimos trimestres desde 2007, com a seguinte análise:

Os resultados mais recentes para o desempenho do PIB dos países industrializados continuam a indicar um processo de recuperação econômica em nível mundial (Tabela 1.1). Alguns países, como é o caso da Alemanha, da França e do Japão, que já apresentavam taxas de crescimento econômico positivas desde o segundo trimestre de 2009, voltaram a registrar um desempenho positivo no terceiro trimestre do ano. Por outro lado, alguns países que ainda não tinham saído da recessão em meados do ano, como é o caso dos Estados Unidos, da Itália e dos países da zona do euro como um todo, apresentaram uma taxa de crescimento positiva do PIB, no terceiro trimestre de 2009. No caso norte-americano, após quatro trimestres de crescimento negativo do PIB, a atividade econômica mostrou uma taxa de crescimento (revisada) de 2,8%, no terceiro trimestre de 2009. Apenas o Reino Unido continuou em recessão, pelo sexto trimestre consecutivo, no terceiro trimestre de 2009. (FLIGENSPAN *et al*, 2009).

A análise dos dados dos diversos países, como exemplo de comportamento econômico, estão indicados por trimestres, dentro dos últimos três anos – 2007 a 2009, inclusive. Vejamos a tabela com os valores:

⁵ É importante destacar que alguns pontos indicados neste trabalho estão sujeitos a alterações face a evolução e a situação atual do mercado.

Tabela 1 - Crescimento trimestral do PIB – variação %

	Zona do Euro	Reino Unido	Alemanha	França	Itália	EUA	(1) Japão
2007 I	0,8	0,8	0,4	0,5	0,3	1,2	1,4
2007 II	0,4	0,6	0,4	0,4	0,1	3,2	0,0
2007 III	0,6	0,6	0,8	0,7	0,2	3,6	-0,6
2007 IV	0,4	0,5	0,1	0,3	-0,4	2,1	1,0
2008 I	0,7	0,8	1,6	0,5	0,5	-0,7	1,0
2008 II	-0,3	-0,1	-0,6	-0,5	-0,6	1,5	-0,7
2008 III	-0,4	-0,7	-0,3	-0,2	-0,8	-2,7	-1,7
2008 IV	-1,8	-1,8	-2,4	-1,5	-2,1	-5,4	-3,0
2009 I	-2,5	-2,5	-3,5	-1,4	-2,7	-6,4	-3,2
2009 II	-0,2	-0,6	0,4	0,3	-0,5	-0,7	0,7
2009 III	0,4	-0,3	0,7	0,3	0,6	2,8	1,2

Fonte: Eurostat e Bureau of Economic Analysis⁶.

Quanto à taxa efetiva de juros há importantes itens a serem discutidos, dentre os quais a remuneração média obtida no mercado, especialmente o brasileiro, e a taxa de inflação ocorrida neste mercado, visto esta ajustar o valor efetivo desta remuneração. Dentro deste enfoque, também encontramos algumas anotações importantes no trabalho desenvolvido pelos economistas da FCE, visto que este parâmetro é básico na avaliação e valoração das opções dos ativos. Assim e aproveitando a profundidade das análises e parâmetros fornecidos no referido trabalho, destacam-se os pontos relativos à reunião do Comitê de Política Monetária do Banco Central do Brasil (Copom), ocorrida nos dias 8 e 9 de dezembro/2009 – última do ano de 2009, que mantinha a taxa SELIC em 8,75% a. a., chegando a 10,75% em setembro/2010, sem viés, sendo que esta taxa serve como parâmetro básico às operações financeiras do país. Há uma perspectiva, segundo este estudo, que até o final de 2010, deve manter-se estabilizada em torno dos 10% a 11% (taxa nominal). Como exemplo, depurando esta taxa pelo IGP-DI e comparando-a com os principais parâmetros do mercado financeiro, tem-se a tabela 3, apresentada no referido trabalho, que abaixo é reproduzida:

⁶ “No caso dos Estados Unidos, os dados de PIB são contabilizados em termos anualizados, isto é, o dado reflete qual seria a taxa de crescimento se o dado observado em um trimestre se repetisse por quatro trimestres. Embora os dados do PIB dos países industrializados tragam informações positivas em termos de superação do processo recessivo em escala global é importante destacar que essa é ainda uma recuperação incipiente.” (PORTUGAL, 2009, p. 1)

Tabela 2 - Taxas de juros reais (deflacionadas pelo IGP-DI)

Mês	CDI (% a.m.)	TR (1) (% a.m.)	SELIC (% a.a.)	TJLP (% a.a.)
Jul/08	-0,06	-0,94	11,20	5,07
Ago/08	1,40	0,54	13,43	6,66
Set/08	0,73	-0,16	13,05	5,86
Out/08	0,08	-0,86	12,52	5,10
Nov/08	0,93	0,16	13,67	6,18
Dez/08	1,56	0,63	14,26	6,72
Jan/09	1,03	0,16	13,40	6,23
Fev/09	0,98	0,18	12,89	6,38
Mar/09	1,82	1,02	12,74	7,15
Abr/09	0,80	0,01	11,15	6,20
Mai/09	0,59	-0,13	10,06	6,06
Jun/09	1,07	0,39	9,98	6,59
Jul/09	1,43	0,73	9,81	6,69
Ago/09	0,60	-0,01	8,65	5,90
Set/09	0,44	-0,25	8,48	5,74
Out/09	0,73	0,04	8,79	6,04

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata, (2010)

Ferrari Filho (2009), autor do tópico acima – relativo à taxa de juros – nos traz ainda uma importante análise das tendências advindas dos relatórios do Fundo Monetário Internacional (FMI) e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico Mundial (OECD), dentre os quais, os aspectos atinentes aos países emergentes nos afetaram sobremaneira, especialmente frente aos seguintes fatores:

- a) expansão fiscal e monetária;
- b) queda na demanda dos países do G-7, não compensada pelas demais economias;
- c) tímida recuperação do sistema financeiro internacional e limitada ao crescimento do crédito;
- d) políticas protecionistas e ausência de uma coordenação macro entre os países, impondo dificuldades para a recuperação à lá **V** ou **U**, não sendo descartada a possibilidade de uma recuperação à lá **W**;
- e) no campo relativo ao Brasil, há fatores mais auspiciosos, que sugerem uma elevação da taxa de juros básica (SELIC), aumento no volume de crédito, além da massa salarial manter o seu crescimento, inclusive em decorrência das políticas de recuperação do poder de compra do salário mínimo e da expansão dos programas sociais; associam-se a estes fatores, a expansão do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), especialmente frente aos investimentos necessários para a Copa do Mundo em 2014 e para as Olimpíadas de 2016, e, por fim, a expansão necessária para o Pré-Sal.

Acrescenta-se que, no Brasil, os cálculos atuariais utilizam a taxa juros de 6% a. a. Logo, os recursos gerados pelos Planos Previdenciários, a serem investidos no mercado, necessitam obter uma rentabilidade líquida (e efetiva) real de 6% a. a., a fim de garantir a sustentabilidade dos benefícios propostos. Muito embora esta seja uma taxa de longo prazo, aqui previstos para períodos de 25 a 40 anos, no Brasil, ainda não há uma política efetiva de maior remuneração aos investimentos de longuíssimos prazos, como estes casos de planos previdenciários, assim como, em regra geral, dos investidores institucionais, ou seja, do capitalismo fiduciário. Este ponto, apesar de simples, tende especialmente, se houver uma queda do juro real (líquido e efetivo) para patamares inferior a 6% a. a. – juro atuarial, a exigir uma busca de novas opções de investimento no mercado e uma das importantes alternativas são as aquisições de ativos, quer sob a forma de participação acionária ou até mesmo aquisição do seu controle acionário. Este é o principal link deste trabalho e seu foco, na busca de apurar metodologias que permitam avaliar e estabelecer a valoração efetiva do ativo adquirido e sua expectativa de resultado futuro (rentabilidade efetiva), face o comprometimento estabelecido no cálculo inicial (premissas atuariais).

Pode-se, ainda, admitir a existência de um valor residual do investimento, que seria realizado, quando do encerramento das atividades. Esta figura permitiria ajustar o modelo inicial do fluxo de caixa descontado, basicamente tomando a taxa de juros padrão obtida no mercado, descontando a taxa de inflação futura, ajustando este parâmetro, bem como tratando a existência do valor residual, que eventualmente venha a existir ou tenhamos a compensar, frente ao valor da avaliação do investimento. A análise no modelo mais simples permite a visualização das principais variáveis atinentes a esta valoração – do ativo (empresa).

2.1.1.1 Avaliação da Participação Acionária (Cashflow to Equity)

Mais voltado à avaliação do Patrimônio Líquido (PL), utilizando o Valor Presente do fluxo de caixa, após todas as despesas, os impostos, os juros e o principal, segundo a taxa de retorno esperada pelos investidores. O modelo de cálculo é obtido pela seguinte formulação:

$$VPL = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCpl_t}{(1 + Kpl)^t}$$

Onde:

VPL: é o valor atual (presente) do Patrimônio Líquido em avaliação;

t: é o período de amortização dos valores, limitado a “n”, sendo este o prazo aceito (admitido) como retorno do investimento;

FC_{pl}: é o valor, positivo ou negativo, das parcelas do fluxo de caixa do acionista (dividendo) ao final de cada período t;

K_{pl}: é a taxa líquida de retorno esperada (desejada) pelo acionista ou também denominada de custo do patrimônio líquido.

Todos os comentários indicados na descrição do Fluxo de Caixa (FC), no que se refere a determinação da taxa líquida, também são válidas para este caso.

2.1.1.2 Avaliação da Empresa como um todo

Este modelo é semelhante ao Fluxo de Caixa Descontado (FCD), deduzindo-se as despesas operacionais e impostos, antes das dívidas, tomando por base o custo médio ponderado do capital, também denominado na literatura como *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). De forma geral, este custo médio decorre dos diferentes tipos de financiamento que a empresa utiliza, com pesos definidos a partir dos encargos existentes em cada um dos respectivos capitais (próprios ou de terceiros, sendo estes de empréstimos tradicionais ou de fornecedores – empréstimos indiretos). Desta forma, o valor da empresa (ativo) é obtido pela seguinte formulação:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

VE: é o valor atual (presente) da Empresa (Ativo) em avaliação;

t: é o período dos valores, limitado a “n”, sendo este o prazo aceito (admitido) como retorno do investimento;

FC: é o valor, positivo ou negativo, das parcelas geradas pelo fluxo de caixa ao final de cada período t;

WACC: é a taxa que reflete o custo médio de capital ponderado, segundo os financiamentos utilizados (próprios ou de terceiros, diretos ou indiretos).

Também para este caso, todos os comentários sobre inflação e novo cenário financeiro brasileiro e as alternativas de taxas efetivas e líquidas de taxas de juros (e expectativa inflacionária, por decorrência) contidos no item FCD, aqui também são válidos. Damodaran (2004) alerta para o cuidado que o avaliador deve ter, visto que os modelos utilizam pressupostos semelhantes, como por exemplo, descontar o fluxo de caixa dos acionistas pelo custo médio ponderado de capital ou descontar o fluxo de caixa da entidade pelo custo do patrimônio líquido.

O custo médio ponderado do capital – WACC é obtido pela seguinte equação:

$$WACC = K_{PL} (PL / AT) + K_g (D / AT)$$

Onde:

K_{PL} : é o custo do PL;

K_g : é o custo da dívida;

PL: Patrimônio Líquido;

AT: Ativo Total;

D: Disponível.

2.1.2 Métodos dentro da Avaliação Relativa

Santos e Schmidt (2005) apontam que nesta metodologia o valor do ativo deriva da precificação de ativos comparáveis, utilizando variáveis comuns, de forma padronizada, tais como: lucro, receitas, valor contábil e outras. Os índices mais utilizados, dentre outros que possam também ser construídos, são:

- a) o índice Preço/Lucro médio do setor: condiciona a que as outras empresas do setor sejam comparáveis e que a média do mercado precifica as empresas corretamente;
- b) o índice Preço/Valor Contábil: a avaliação das empresas são realizadas com um desconto em relação ao valor contábil das empresas, comparáveis subavaliadas;
- c) o índice Preço/Vendas médias do setor: toma por base o valor das vendas da empresa, comparando-as com o valor das vendas médias do setor;
- d) o índice Preço/Fluxo de Caixa;
- e) o índice Preço/Dividendos;
- f) o índice Valor de Mercado/Valor de Reposição (Q de Tobin).

A utilização destes indicadores pode ser efetuada de duas maneiras:

- a) pelos fundamentos: relacionam-se os indicadores às informações básicas da empresa, atinentes à taxa de crescimento, fluxo de caixa e risco, permitindo-se a verificação do relacionamento entre os indicadores e as características da entidade, tornando a simulação das mudanças e a verificação do seu efeito nos indicadores;
- b) pelos indicadores: estimar os indicadores utilizando entidades comparáveis: neste caso, a dificuldade maior é determinar as entidades comparáveis, devendo o avaliador analisar cuidadosamente as variáveis, visto que, na prática, este controle varia desde médias setoriais, a modelos multivariados de regressão.

Em termos gerais, todos os autores concordam que as principais vantagens destes métodos de avaliação relativa são:

- a) a simplicidade;
- b) a rapidez; e
- c) a facilidade de obtenção dos dados.

Isto se reforça, especialmente, quando existe variedade de empresas comparáveis no segmento e, evidentemente, que os dados estejam adequadamente informados ao mercado. Porém, também advertem os autores, que existem limitações a serem observadas quando da utilização destes modelos, podendo decorrer da subjetividade na definição das empresas tidas como comparáveis, que podem ter suas bases adulteradas pelo avaliador, caso, ao determinar certo grupo de empresas, ocorra alguma tendência à conclusão.

2.1.3 Avaliação por Direitos Contingentes

Damodaran (2004) nos explica que este modelo de avaliação requer um determinado cenário, cujas condições efetivarão as opções desejadas pelos investidores, sendo que estes ativos estão atrelados a determinados ativos subjacentes. Logo, o êxito da avaliação fica vinculada à concretização das hipóteses previstas, bem como se o valor dos ativos subjacentes excedem o valor projetado para o contingente (opção) de venda ou atingem um valor menor do que o estabelecido para uma opção de compra. O ativo terá valor pertinente. O autor

estabelece ainda que uma opção (contingente) pode ser avaliada em função das seguintes variáveis:

- a) valor corrente e variância do ativo subjacente;
- b) preço de exercício da opção;
- c) prazo até o vencimento da opção;
- d) taxa de juros livre de risco.

Santos e Schmidt (2005) salientam que os modelos acima foram inicialmente determinados por Black e Scholes, prêmio Nobel em economia em 1972, sendo refinado ao passar destes anos subsequentes. Embora estes modelos ignorem os dividendos e presumam que a opção não seja exercida antecipadamente, eles podem ser modificados para incluir tais situações. Dentro de uma variante discreta de tempo, foi desenvolvido um modelo utilizando a distribuição Binomial para precificação das opções.

O ativo pode ser avaliado como uma opção de compra, se os seus pagamentos forem em função do valor de um ativo subjacente. Nos modelos europeus, o valor do ativo é do dia especificado, enquanto nos modelos americanos (estadunidense) é no dia especificado, ou, antes dele. Donde, se o valor ultrapassar a um determinado nível previamente estabelecido, o ativo valerá a diferença e, caso contrário, não terá o valor esperado.

Damodaran (2004) ainda nos apresenta que existem algumas figuras de títulos que podem constituir-se em opções e, dentre estes temos como principais:

- a) *primes*: constituem-se em certificados que geram ao investidor apenas direito aos juros e rendimento do título;
- b) *scores*: são certificados que proporcionam ao investidor o direito à totalidade do preço do título, excluídos os rendimentos;
- c) *direitos de valores contingentes*: garantem proteção aos acionistas contra a queda de valor das ações; e
- d) *warrant*: constitui-se nos certificados emitidos por uma empresa de armazéns gerais que é utilizado como garantia junto a bancos, cujo conceito nos Estados Unidos é mais amplo, sendo considerado também uma opção de compra.

Podemos, ainda, ponderar outros ativos que mesmo não sendo considerados como opções, dentre as acima indicadas, possuem características que tornam sua avaliação plenamente viável, dentre estes se destaca o Patrimônio Líquido (PL). Outro item é a patente de determinado produto, cuja opção poderá ser utilizada durante sua vida útil ou até o

vencimento da patente. Toda opção de longo prazo sobre ativos não negociáveis apresenta certas dificuldades em função da projeção dos cenários e suas respectivas variâncias, especialmente à medida que este prazo se estende, situações em que podem até prejudicar a utilização desses modelos.

2.1.4 Algumas Formulações para os Modelos de Opções – ações

Como o foco deste trabalho é voltado às sociedades cooperativas, para as quais não há sentido na aplicação dos modelos por Opções, visto que as sociedades cooperativas não têm seu capital subdividido em ações ou qualquer outra figura similar, como derivativos. Isto nos leva à figura, muito bem apresentada por Schulze (2002), especialista em cooperativismo, de que não há como uma cooperativa ser vendida, dentro das formas tradicionais, já que é uma sociedade de pessoas. Porém, nada impede a venda de determinado produto ou carteira de clientes. Logo, os modelos de valoração da empresa, tomando as opções como base, poderão ser utilizados para empresas não cooperativas ou para produtos, de forma geral, figuras que complementam este trabalho.

Santos e Schmidt (2006), a partir do capítulo 2, apresentam a descrição dos diversos modelos de cálculo para apuração do valor do Ativo (Empresa) por estes parâmetros, dentre os quais se destacam os seguintes:

- a) índice Preço/Lucro (PL): este modelo é um dos mais utilizados face sua simplicidade de entendimento e aplicação, permitindo de forma muito prática substituir as figuras do risco e do crescimento, que caracterizam uma empresa (ativo). No entanto, Damodaran (2004) alerta para o fato de que este modelo pode gerar incorreções, visto que a utilização do PL (preço da ação com base no lucro) não exige as hipóteses de relação com o risco, o crescimento e os índices *payout*; porém Santos e Schmidt (2006) divergem desta opinião, pois os índices PL são determinados pelas mesmas variáveis utilizadas no modelo do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). O índice PL não é um forma de se evitar a explicitação das hipóteses referentes a risco, crescimento e índices *payout*, subentendem alguns analistas. As principais formulações são dadas por:

- Para Empresa Estável:

$$PL_1 = \left(\frac{P_0}{EPS_1} \right) = \frac{(payout)}{r - g_n}$$

Onde:

P_0 : é o valor do patrimônio líquido no momento inicial (data base do cálculo);

EPS_1 : é o valor do lucro para remuneração das ações;

r : é a taxa esperada (exigida) de retorno da aplicação (investimento) efetuado;

g_n : taxa de crescimento perpétuo dos dividendos esperados.

Payout: é o índice relativo à proporção do lucro que será efetivamente destinada à remuneração dos dividendos.

- Para Empresa com Alto Crescimento:

$$PL = \frac{P_0}{EPS_0} = \left[\frac{(1+g)(payout) \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right)}{r-g} + \frac{(1+g_n)(payout)(1+g)^n}{(r_n - g_n)(1+r)^n} \right]$$

onde:

P_0 : é o valor do patrimônio inicial (na data base de cálculo);

EPS_0 : é o valor do lucro para remuneração das ações;

g : taxa de crescimento nos primeiros “n” anos;

r : é a taxa esperada (exigida) de retorno da aplicação para os primeiros “n” anos;

g_n : é a taxa de crescimento perpétuo dos dividendos esperados;

r_n : é a taxa perpétua esperada de retorno do investimento;

Payout: é o índice relativo à proporção do lucro que será efetivamente destinada à remuneração dos dividendos.

Obs.: A utilização dos índices PL apresenta dois problemas básicos, que constituem-se em: os índices perdem significância quando a empresa apresenta prejuízo, ou seja, não há dividendos para remunerar o investimento; e há certa volatilidade que frequentemente incide sobre o resultado a ser obtido a cada ano, inclusive frente à cenários adversos que venham a ocorrer.

Existem ainda algumas variantes em relação a esta formulação básica, relacionando com o Fluxo de Caixa do Acionista (FCFE) ou Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF).

- b) índice Preço / Valor Contábil (PBV): este modelo indica a relação existente entre o preço da ação e o valor contábil do patrimônio líquido, sujeitando-o às oscilações de mercado que uma ação pode sofrer, por vezes sem grande fundamentos lógicos (ou racionais), como comentam alguns analistas. Outro ponto relevante é o relativo às peculiaridades do valor contábil, onde alguns ativos são registrados pelo valor de aquisição, reduzidos pela depreciação fiscal, gerando após algum tempo um valor que não representa a efetividade daquele bem, salvo um mero acaso, bem como o critério para valoração dos estoques. Outros itens e figuras de ajustes e correções não efetuadas, entre elas a monetária (que envolve inúmeras discussões, inclusive de cunho tributário). Santos e Schmidt explicam que, embora sejam inerentes ao modelo os pontos acima, os fatores positivos para utilização deste modelo são a maior facilidade de confirmação quanto à eventual “*sub*” ou “*super*” valorização obtida pelo regime de caixa, servindo o PBV como verificados, e a possibilidade de uso mesmo para empresas com resultado negativo. Só não teria sentido para PL negativo.

As principais formulações são dadas por:

- Para Empresa Estável:

$$PBV_1 = \left(\frac{P_0}{BV_1} \right) = \frac{ROEx(payout)}{r - g_n}$$

Onde:

P_0 : é o valor do patrimônio líquido no momento inicial (data base do cálculo);

BV_1 : é o valor do Patrimônio Líquido no final do ano;

ROE: retorno sobre o Patrimônio Líquido;

r : é a taxa esperada (exigida) de retorno da aplicação (investimento) efetuado;

g_n : taxa de crescimento perpétuo dos dividendos esperados.

Payout: é o índice relativo à proporção do lucro que será efetivamente destinada à remuneração dos dividendos.

Logo, de forma específica à empresa, o PBV é função básica e direta do ROE – Retorno sobre o PL e do payout – parte do lucro que efetivamente se torna dividendos, que conduziria a equação particular que permite calcular o PBV de forma mais simples e até mesmo para empresa que não houve e/ou não há dividendos:

$$PBV_1 = \left(\frac{P_0}{BV_1} \right) = \frac{ROE - g_n}{r - g_n}$$

- Para Empresa de Alto Crescimento:

$$PBV = \frac{P_o}{BV_o} = ROEx \left[\frac{(1+g)(payout) \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right)}{r-g} + \frac{(1+g_n)(payout)(1+g)^n}{(r_n - g_n)(1+r)^n} \right]$$

onde:

P_0 : é o valor do patrimônio líquido no momento inicial (data base do cálculo);

BV_0 : é o valor do Patrimônio Líquido;

ROE: é o retorno sobre o Patrimônio Líquido;

r : é a taxa esperada (exigida) de retorno da aplicação (investimento) efetuado;

r_n : é a taxa esperada (exigida) de retorno perpétuo;

g : taxa de crescimento dos dividendos esperados, nos primeiros anos;

g_n : taxa de crescimento perpétuo dos dividendos esperados;

Payout: é o índice relativo à proporção do lucro que será efetivamente destinada à remuneração dos dividendos.

Logo o índice PBV, para o caso – empresa com alto crescimento, é determinado por 4 (quatro) itens, sendo três diretamente proporcionais – ROE, *payout* e a taxa de crescimento dos lucros (g); e 1 (um) inversamente proporcional – grau de risco (r).

Obs.: O segundo componente da fórmula acima é comum a vários outros métodos, bastando apenas substituir o parâmetro inicial Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE), aqui no caso para Margem de Lucro (ML), relativo ao modelo Preço em função das Vendas (P/S), ou seja, a parte comum às duas equações é:

$$\left[\frac{(1+g)(payout) \left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+r)^n} \right)}{r-g} + \frac{(1+g_n)(payout)(1+g)^n}{(r_n - g_n)(1+r)^n} \right]$$

Obs.: No modelo estável, embora com uma formulação mais simples, também ocorre a mesma figura, ou seja, substituindo o parâmetro ROE pela ML, resultando a seguinte formulação:

$$\boxed{PBV_1 = \left(\frac{P_0}{BV_1} \right) = \frac{ROEx(payout)}{r - g_n}} \rightarrow \boxed{PS_1 = \left(\frac{P_0}{V_1} \right) = \frac{MLx(payout)}{r - g_n}}$$

Santos e Schmidt (2006) nos apresentam uma importante observação, que decorre da exposição dos modelos acima, frente a qual os índices PBV e PS são fortemente influenciados pelo retorno sobre o patrimônio líquido ou vendas, conforme o caso, ou seja, pela remuneração aos acionistas e, em razão disto, empresas com alto retorno (sobre PL ou Vendas, conforme o caso do modelo utilizado) tendem a ser negociadas por valores superiores ao obtido pelo contábil. Todavia, inversamente, empresas com baixo ROE e ML são mais bem negociadas pelo seu valor contábil. Um segundo ponto importante é o comentário sobre a razão entre ROE (ou ML, conforme o caso) e a taxa de retorno exigida (esperada), onde obtém a medida da capacidade da empresa gerar ganhos (lucros) acima da média do setor ou empresas similares.

Dentro deste tópico, Valoração do Ativo por Opções, os autores, apresentam a figura de cálculo através de empresas comparáveis, porém, há uma importante restrição a ser observada, como bem destaca Damodaran (2004), pois a escolha ou, mais corretamente, a seleção das empresas similares, exigem cuidados com: as taxas de crescimento, índices *payout*, nível de risco e ROE ou ML, conforme o modelo base utilizado, podendo levar a fatores subjetivos, especialmente quando a variância (ou desvio padrão) for acentuada. Logo, há todo um conjunto de recursos estatísticos que permitem avaliar estes pontos e verificar o nível de dispersão (distanciamento) entre as empresas, bem como sua evolução e eventuais tendências, verificação esta possível através da Análise Multivariada, a qual fica apenas como menção, para um desenvolvimento complementar e num outro estudo ou nível. De forma mais singela, pode-se utilizar um modelo de regressão, tomando os dados de todas as empresas do conjunto selecionado. A forma mais usual é o uso da regressão múltipla, tendo o índice PBV ou PS, conforme o caso, como variável dependente e as demais como independentes: retorno sobre o PL (ou Vendas, conforme o caso), o risco, a taxa de crescimento e o índice *payout*.

O Índice Preço/Venda (PS), que referencia o preço da ação, segundo o volume de vendas da empresa, tem como principais vantagens a possibilidade de utilizá-lo mesmo nos

casos em que o resultado final da empresa seja negativo ou até mesmo o Patrimônio Líquido, diferentemente dos modelos PL e PBV, nos quais o resultado é a base e, em sendo negativo, prejudica a aplicação destes modelos (SANTOS; SCHMIDT, 2006). A possibilidade de desvantagem indicada por Santos e Schmidt (2006) ocorre quando a receita for constante (ou estabilizada), frente a problemas de controle de custos, exigindo um cuidado especial, nas situações em que o resultado ou o Patrimônio Líquido sejam negativos.

Por sua vez, Damondaran (2004) nos apresenta ainda algumas variantes do modelo PBV, destacando dois modelos, quais sejam: Q de Tobin e T de Estep, cuja síntese é a seguinte:

- a) **Q de Tobin:** trata-se de uma medida alternativa que relaciona o valor de mercado da Empresa, com o valor de reposição dos Ativos existentes, permitindo avaliar a subavaliação existente, tanto para períodos inflacionários, bem como para os de significativa alteração tecnológica. Este índice pode ser obtido pela seguinte formulação:

$$QTobin = \frac{Vlr.MercadoAtivos}{Vlr.Re\ posiçãoAtivos}$$

Naturalmente, há sensível limitação e até mesmo subjetividade na avaliação dos valores, conforme já comentado anteriormente, especialmente quanto a apropriação dos custos dos estoques e a depreciação tributária dos bens registrados pelo valor de aquisição. Para melhorar esta análise poderia ser utilizada a Teoria da Credibilidade, figura desenvolvida especialmente no segmento atuarial e que permitiria conjugar e ponderar os elementos utilizados no cálculo, cuja formulação básica é dada por:

$$R = \frac{a(x) + b(y) + c(z)}{a + b + c}$$

onde a, b e c são as ponderações correspondentes.

- b) **T de Estep:** desenvolvido por Estep (1985-1987), utiliza em seu modelo 3 (três) variáveis, quais sejam: retorno sobre o PL, taxa de crescimento e índice PBV, estruturada sob o seguinte modelo:

$$TEstep = g + \frac{(ROE - g)}{PBV} + \frac{PBV}{PBV} x(1 + g)$$

Este modelo pode ser utilizado para decompor os retornos reais de períodos passados em três (3) componentes: crescimento, retorno do fluxo de caixa e mudança de avaliação, permitindo estimar os retornos futuros e identificar as empresas *sub* ou *super* valorizadas.

Todavia, reitera-se que não será aprofundada a análise sob este ponto, visto que o foco deste trabalho é o segmento cooperativo, para o qual é imprópria a figura de Opções e Lucro, como será demonstrado (tema deste trabalho).

Santos e Schmidt (2006) nos apresenta ainda, que a margem de lucro pode ser vinculada a taxa de crescimento esperada, através do índice de vendas por ações, em relação ao valor contábil por ação, verificando assim o efeito ocorrido pelas modificações na estratégia corporativa, tanto em aumentando quanto em diminuindo a margem de lucro, ou especialmente em obter o valor da marca do Ativo. Alguns autores abrem um interessante espaço de discussão neste ponto, indicando que nem sempre o objetivo maior seja à margem de lucro, pois existem casos (empresas) em que pode haver outros objetivos, ainda que temporários, como a penetração ou domínio do segmento, social, cultural, etc. Um exemplo típico são as Organizações Não Governamentais (ONG), de forma geral. Isto não significa que não objetivem ter um resultado positivo, mas, simplesmente, que este não é o foco maior. Muito poderia ser abordado sobre o valor da marca, em especial para o caso em análise – Cooperativas Médicas, que é conhecida como UNIMED. Esta marca pertence a UNIMED do Brasil, que é o ente Confederativo, a quem cabe preservar a Marca e, inclusive, autorizar previamente o seu uso, entre as cooperativas regionais (federações) e respectivas Singulares.

Bresanko *et al* (2004) indicam que uma empresa possui vantagem competitiva, quando obtém uma taxa de lucro maior que a taxa média de lucro do segmento. (1980) nos apresenta dois tipos de estratégias: liderança de custos ou diferenciação. Dada a relevância do item assistência à saúde, em qualquer economia, este mesmo autor dedicou toda uma obra específica para tratar este tema, em relação às questões do mercado estadunidense – a obra *Repensando à Saúde*.

Outro ponto relevante e muito próprio ao segmento de saúde é o modelo de determinação do posicionamento estratégico, apresentado por Henkin (2009) cujo gráfico é o seguinte:

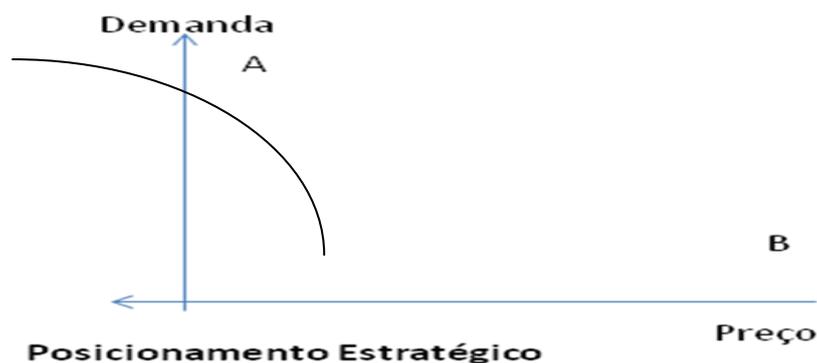


Figura 3 - Posicionamento Estratégico

Fonte: Aula do Prof. Dr. Hélio Henkin (2009)

O gráfico acima deixa claro que, no segmento privado de saúde suplementar, há necessidade da empresa estar na posição A – preço elevado com maior consumo, ou seja, o produto tem que ser *desejado* pelo cliente, em contrapartida temos o ponto B, como exemplo, o SUS, que constitui-se num produto “*baratinho*” para o indivíduo, mas que ninguém o deseja, dada a situação atual. Logo, se uma empresa buscar competir por preço mais acessível, mas sem qualidade, tende a ficar fora do mercado, pois, por evidente, não conseguirá ter “preço” mais acessível que o SUS. Esta análise exige efetuar uma verificação em cada região, face às diferentes situações existentes no nível de atendimentos do SUS.

Os fundamentos da valoração para precificação das opções, onde uma opção é um título que deriva seu valor de um ativo subjacente, como nos apresenta Santos e Schmidt (2006). Após o surgimento do modelo básico de precificação de opções de Black e Scholes, houve uma grande divulgação deste modelo, mas também pode ser utilizado o modelo binomial. Uma opção confere ao proprietário o direito de comprar ou vender uma quantidade previamente definida de um ativo subjacente a um preço fixo, o qual se denomina “preço de exercício”, antes ou na data da opção. Portanto, o proprietário tem a opção de exercer ou não este direito. Esse direito se refere às ações ordinárias, opções sobre índices de ações, obrigações, divisas ou mercadorias. Brealey e Myers (1999) indicam que, quando uma empresa capta recursos através de empréstimos, está na realidade criando uma opção de compra, visto que o devedor poderá não pagar o empréstimo no seu vencimento, especialmente se o ativo for menor que o passivo, ou seja, se a dívida superar o valor disponibilizado (obtido) pelo investimento, obrigando aos credores assumirem o ativo (empresa) ou solicitar sua falência (com risco de perda maior, nesse caso). Neste aspecto, duas definições são importantes:

- a) *call* – constitui-se numa opção de compra, que confere ao seu titular o direito de comprar as ações de uma empresa, a um determinado preço de exercício pré-definido na data do exercício ou antes desta data; há uma pequena diferença entre o tipo estadunidense e o europeu, pois este último é mais restritivo, permitindo a opção somente na data do vencimento; e,
- b) *put* – consiste na opção de venda, ou seja, confere ao dono o direito de vender a ação ao preço definido previamente na data do exercício ou antes dele.

O valor da opção, tanto de compra como de venda, pode ser obtido por:

Call = Valor Ação – Preço Exercício

Put = Preço Exercício – Valor Ação

Assim, um vendedor de uma opção de compra compromete-se a entregar a ação ao comprador, se este solicitar – opção do comprador. Portanto, se na data da opção (vencimento) o preço da ação for inferior ao preço de exercício, o comprador não exercerá seu direito de compra, ficando nula a operação. No caso da opção de venda, a posição do vendedor é exatamente o contrário da posição do comprador. Brealey e Myers (1999) evidenciam a figura da “venda a descoberto”, que consiste na posição em que o vendedor negocia uma ação que ainda não possui, forçando o mesmo a buscar adquirir a ação ou efetuar sua recompra, na condição que estiver vigente, ganho ou perda. Donde, quanto maior o valor da ação, maior a probabilidade da opção de compra ser exercida, por outro lado Damodaran (2004) observa que a opção de venda ocorre exatamente o contrário, ou seja, quanto maior o preço da ação, menor o valor da opção de venda; logo, os investidores que compram ações através de opções de compra, estão adquirindo ações a prazo, ou seja, pagam o valor da opção no momento da compra e financiam o preço de exercício, que será pago na data do vencimento. Donde, de forma mais estruturada, o valor da opção depende da multiplicação da taxa de juros pelo tempo, até o vencimento.

Já Brealey e Myers (1999) afirmam que projetar os fluxos de caixa e desconta-los ao custo de oportunidade do capital, não é viável para valorar uma opção, pois embora seja possível projetar o fluxo de caixa futuro, obter o custo de oportunidade do capital é impossível, já que o preço da opção varia sempre que o preço da ação se modifica e este segue um percurso aleatório ao longo da existência da opção. Uma alternativa desenvolvida por Black e Scholes (1972) para valorizar uma ação foi a montagem de uma carteira equivalente, através da combinação de ações ordinárias e dívida, onde o custo líquido de aquisição do

equivalente deve se igualar ao valor da opção. Damodaran (2004) destaca que esta alternativa foi desenvolvida para avaliações de opções européias, as quais são protegidas de dividendos, condição que a possibilidade de ser exercida antecipadamente a opção ou o pagamento dos dividendos não afetam o valor da opção, conduzindo para que o cálculo de opções de compra tenha uma distribuição normal (ou simétrica) e o processo de preço contínuo, sem a figura de saltos nos preços dos ativos. Donde, o modelo Black-Scholes tem a seguinte formulação:

$$VOC_1 = PAxN(d_1) - PEe^{-rt}xN(d_2)$$

onde:

VOC – é o valor da opção de compra;

PA – é o preço corrente da ação;

N(d) – é a função densidade (F_x) de uma distribuição normal, ou seja, indica a probabilidade acumulada até o ponto “ d_i ”;

Sendo:

$$d_1 = \frac{\ln(PA/VPPE) + \frac{\sigma^2 t}{2}}{\sigma\sqrt{t}}$$

e

$$d_2 = d_1 - \sigma\sqrt{t}$$

VPPE – valor presente do exercício da ação;

t – tempo de vida útil remanescente até o vencimento da opção;

σ – é o desvio padrão por período da taxa de retorno das ações;

r – taxa de juros livre de risco correspondente duração da opção.

Assim, o valor da opção de compra aumenta com o nível do preço da ação e com a variabilidade $\sigma\sqrt{t}$ e diminui com o valor presente do preço de exercício e, este, por sua vez, depende da taxa de juros livre de risco e do tempo restante até o vencimento da opção. Logo, o modelo pressupõe que os preços das ações sejam contínuos e, em razão disto, os investidores devem continuamente ajustar a sua posição nas ações. Todavia, Brealey e Myers (1998) apontam que o modelo tem boa aderência à realidade em que as ações são negociadas apenas de forma intermitente e os preços pulam de um nível para outro. Em decorrência, o modelo Black Scholes tornou-se um padrão de valoração de opções, constituindo-se numa boa

alternativa para estes modelos – empresas S/A (ou mesmo produtos, adequando ao resultado obtido).

2.2 INCERTEZA E RISCO

Os estudos de valoração⁷ de um ativo nunca estão isolados, ou seja, sempre devem ser avaliados frente a um conjunto de alternativas, em relação a possíveis investimentos em outros ativos. Lembrete importante sobre o nível de juros pagos no Brasil e a relevante participação das Entidades Previdenciárias, como investidoras institucionais e a necessidade de rentabilizar suas operações, frente aos passivos atuariais assumidos, ou seja, acima da correção monetária e da taxa de juro atuarial utilizada nos cálculos (no Brasil estão, normalmente, em nível de 6% a. a., conforme já indicado). A figura de aversão ao risco que os economistas apresentam, como Santos e Schmidt (2005) desenvolvem pode ser expressa pelo resultado do ganho esperado, associado à variância dos possíveis resultados do ativo e a aversão ao risco que o investidor possui.

Para maior detalhamento e alinhando com o tipo de produto operado pelas empresas a serem tratadas como foco principal deste trabalho – Operadoras de Planos de Assistência à Saúde (OPS), que são empresas similares às Seguradoras, pois assumem e administram riscos, para a devida gestão, segundo o Princípio do Mutualismo e a Lei dos Grandes Números (LGN), vamos iniciar este tópico utilizando alguns pontos apresentados por Santos e Schmidt (2005) no desenvolvimento do Plano de Consumo de Seguro, até chegarmos às formulações correspondentes. Toda a atividade tem alguns tipos de riscos associados e que lhe são inerentes, tanto por fatores endógenos, quanto exógenos, à sua atividade, ou seja, eles existem independente da sua escolha ou até mesmo de sua inércia, lhe sendo possível, no máximo, atenuar a sua possibilidade de ocorrência, medida pela probabilidade média do evento e sua respectiva variância (utilizando o desvio padrão como parâmetro de cálculo), ou o seu dano médio, que são os prejuízos decorrentes, tanto em termos diretos (danos ao patrimônio), quanto os indiretos (danos à atividade). Assim como a maioria dos autores e para tratamento mais específico (e direto) vamos tratar dos danos diretos, cujo raciocínio lógico também é utilizado para os indiretos, apenas trabalhando sobre outro conjunto de parâmetros e variáveis.

⁷ Termo *valoração* usado no sentido de valor de um ativo = empresa ou produto (plano ou carteira) para OPS.

Do ponto de vista do consumidor ou, de forma mais específica, o segurado, podemos analisar as alternativas do risco e seu nível de impacto pelo Gerenciamento do Risco, conteúdo que nos permite avaliar todos os níveis e etapas, de forma estruturada, para o tratamento do risco (ou não tratamento, que é uma escolha) pelo consumidor, que poderá ser um futuro segurado, se, dentre as suas alternativas, chegar ao ponto de transferir o risco (ou melhor, os danos decorrentes do risco) para uma seguradora. Numa etapa inicial, dentre os *Estados da Natureza*, assim entendido os diferentes resultados de um evento aleatório (permitindo a redundância, visto que, estatisticamente, um evento é uma ocorrência aleatória), no qual há dois estados da natureza, quais sejam: a) não ocorrência do risco; ou b) ocorrência do risco. Estas alternâncias levam a um *Plano de Consumo Contingente*, no qual são especificados o consumo (ou perdas probabilísticas) em cada *Estado da Natureza*. Com base nestes pontos, podemos montar as curvas de indiferença para a compra de seguros, segundo o perfil do consumidor (futuro segurado), pois se for conservador, escolherá comprar mais seguro; e se arrojado (gostar de correr riscos), não comprará seguros, condição que poderá levá-lo a ter um maior ou menor resultado (ganho), visto estar assumindo os riscos.

Tomando por base o caso geral:

- se contratar seguro: obter $\$ R - y S$, independente da ocorrência ou não do risco; e
- se não contratar seguro: obter $p (\$ R) + q (\$ R - S)$.

onde:

- R: é o valor *líquido* do produto final (renda ou ganho) ao final do período;
- S: é o eventual resultado da perda, no caso da ocorrência do evento;
- y: é a taxa a ser aplicada à soma da perda, ou seja, é o prêmio (preço do seguro);
- q: é a probabilidade de ocorrência do evento;
- p: é a probabilidade contrária, ou seja, $(1-q)$ não ocorrência do evento.

Assim, o consumo que o indivíduo perde, no caso de não ocorrer a perda, dividido pelo consumo adicional que o indivíduo ganha no caso de ocorrer a perda é o seguinte:

$$\boxed{\frac{q}{p} = -\frac{yS}{S - yS} = -\frac{y}{1 - y}}$$

O resultado da equação acima representa a inclinação da reta orçamentária, que passa pela dotação do indivíduo nos dois (2) *Estados da Natureza*, conforme abaixo indicado:

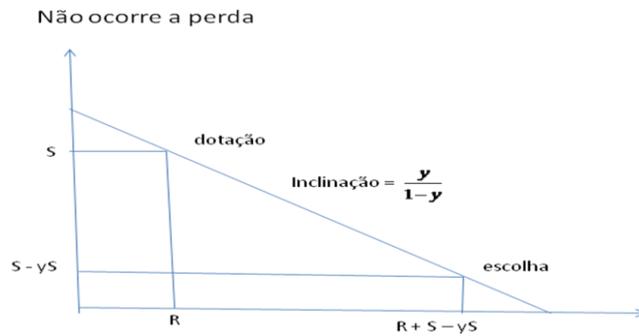


Figura 4 - Estados da Natureza

Fonte: Santos e Schmidt (2005).

Como as probabilidades são “substitutos perfeitos”, visto $p + q = 1$, ou seja, as probabilidades são complementares, e considerando C_1 e C_2 como sendo os pontos de consumo e “ q ” e “ p ” como sendo as probabilidades de ocorrência desses dois estados, podemos escrever a *Função Utilidade do Consumidor, para substitutos perfeitos*, como sendo:

$$\mu(C_1, C_2, q \text{ e } p) = C_1q + C_2p.$$

Esta equação representa o *Valor Esperado* e indica o nível de consumo médio que se obterá. Pode-se ainda transformar monotonicamente a função utilidade, sem mudar as preferências, obtendo-se o logaritmo da função Cobb-Douglas, que seria:

$$\mu(C_1, C_2, q \text{ e } p) = \ln C_1 q + \ln C_2 p.$$

Conforme Varian (2003) nos apresenta, uma forma geral conveniente a ser adotada pela função utilidade é dada pela média ponderada dos parâmetros acima, que tem a seguinte equação:

$$\mu(C_1, C_2, q \text{ e } p) = [V(C_1)q + V(C_2)p] / (p + q),$$

mas, como $p + q = 1$, a equação acima pode ser simplificada para:

$$\mu(C_1, C_2, q \text{ e } p) = V(C_1)q + V(C_2)p,$$

que é a *Função Utilidade Esperada*,

onde:

- $V(C_1)$ e $V(C_2)$ são pontos do *Estado da Natureza*; e
- q e p são as probabilidades, que servem de ponderação.

A aversão ao risco é medida pela função utilidade esperada, cuja formulação está acima indicada. Num exemplo ilustrativo, Santos e Schmidt (2005) – pág. 19 utilizam um modelo onde o ganho e perda é de +30 ou -30, em relação à base 100, considerando “ p ” e “ q ” iguais, ou seja, de 50%. Assim, o exemplo fica com o seguinte modelo:

$$50\% \mu (130) + 50\% \mu (70) = 100$$

Donde, se o elemento considerar que a utilidade esperada da riqueza $\mu(100)$ é maior que o valor esperado da riqueza $50\% \mu (130) + 50\% \mu (70)$, diz-se que o indivíduo é avesso ao risco, visto que ele prefere ter o valor esperado da sua riqueza ao invés de apostar, conforme a função utilidade na forma côncava. Ao contrário, ou seja, a curva será convexa se a utilidade esperada for menor, sendo o indivíduo propenso ao risco. Donde, a curvatura da função utilidade mede a atitude do indivíduo em relação ao risco.

Observa-se que, se a situação de ganho for bem maior que a alternativa oposta (perda), o resultado da função utilidade (esperança matemática) tenderá para esta opção, assim como o inverso também será verdadeiro. Logo, apenas se houver uma grande aversão ao risco ou de propensão ao risco para não adotar o resultado obtido, fato que também poderá estar indicando que a condição de aleatoriedade talvez não esteja tão presente, ou seja, há informação oculta, denominada *adversidade ao risco*.

O mercado de seguros se utiliza da lógica anterior – *função utilidade*, como base para o desenvolvimento de seus produtos e preços (denominado Prêmio), sempre considerando dois aspectos fundamentais: a independência dos riscos, ou seja, a ocorrência de um não afetar a ocorrência do outro, condição que caracteriza o denominado risco isolado; e a condição de aleatoriedade, ou seja, à priori existe apenas uma probabilidade, maior ou menor, de ocorrência. A esta situação dá-se o nome de *distribuição do risco*, segundo a qual cada indivíduo distribui a sua eventual perda com todos os demais participantes (segurados), figura milenar conhecida como *Princípio do Mutualismo*. Todas as empresas que atuam no segmento de gestão de risco (seguradoras, fundos de pensão, cooperativas de seguro e saúde, medicina de grupo, entidades de previdência – abertas ou fechadas, etc), independente do seu modelo societário – limitada, ilimitada, S/A, cooperativa, etc, conhecem esta figura, também prevista no Código Civil Brasileiro anterior (1916) e atual (2002).

Este ponto merece especial atenção, principalmente neste trabalho, visto que o foco de análise será de empresas cuja atividade é a gestão de riscos, para a qual, valorar uma determinada carteira ou plano ou, até mesmo, a empresa como um todo, exigirá (pelo menos é recomendável) a avaliação da ponderação dos riscos (preço) que a empresa adotou como base para aceitar as transferências de risco que os indivíduos lhe fizeram, pois seus resultados futuros dependerão desta relação inicial, a qual pode ainda não constar dos valores contabilizados.

Esta mesma metodologia de ponderação dos riscos também pode ser utilizada no mercado de ações, visto que este permite ao indivíduo a possibilidade de sair de uma posição arriscada, onde tem toda a sua riqueza dependente de uma única empresa ou risco, ou seja, com diz o ditado: “*nunca colocar todos os ovos na mesma cesta*”; não concentrando o risco num único ponto. Como apontado anteriormente, é recomendável a diluição do risco. Complementando a figura apresentada por Santos e Schmidt (2005) quando citam o risco agregado existente no mercado de ações, diferentemente do mercado segurador, relativo ao risco de mercado ou não diversificável, visto que o mercado de ações pode ser afetado por um evento geral e comum a todos (tipo crise financeira internacional – set/2008). Salientam ainda que, mesmo assim, alguns indivíduos aceitam correr este risco, mediante um preço adequado e sua característica de aversão ao risco. Associando esta opção de aceitação, mediante um preço adequado, onde o cálculo atuarial serviria de metodologia, cabe aplicar a Lei dos Grandes Números, que consiste na diluição dos riscos concentrados entre vários *players*, podendo chegar até mesmo em nível internacional de distribuição (pulverização do risco). Esta figura é conhecida no mercado segurador como resseguro, que consiste na pulverização do risco. Os limites de assunção do risco são associados ao risco de ruína, denominados, de forma mais específica, como limites de retenção ou limites técnicos e todas⁸ as empresas que atuam neste segmento devem observá-lo. Existem alguns modelos de cálculo, dentre os quais destacamos: Finetti (1955) e Morchan (1923). Estas metodologias permitem calcular-se matematicamente o valor máximo de perda, segundo: a probabilidade do risco, o capital de garantia e o risco sistêmico ou agregado, as quais podem ser assim sintetizadas:

⁸ Embora seja uma condição técnica a ser observada, sob pena de comprometimento (falência), as Operadoras de Plano de Saúde **não** possuem, esta obrigatoriedade, até a presente data, ficando expostas a este risco técnico.

Teoria de Finetti

Se uma Banca “joga” inúmeras (α) partidas com todo e qualquer jogador, sempre existirá um risco de ruína (risco sistêmico ou agregado) da banca perder uma aposta de valor elevado ou perder uma série de apostas num dado período, cujo valor máximo de aposta, para cada risco isolado é dado por:

$$LT \leq \frac{2\beta}{\tau(1-q)}$$

onde:

$$\tau = \frac{-\log \pi}{A}$$

q = taxa de risco

A = Ativo Líquido (Patrimônio Líquido)

π = é a probabilidade de ruína (séries de apostas)

β = é o carregamento de segurança ou margem de segurança

$$\therefore LT \leq \frac{2\beta}{-\log(1-q)} xA$$

Além disso, em um estudo manuscrito, o atuário Mendes (1978) propôs dois ajustes:

A) Ajuste 1: Risco Matemático

$$\left| \frac{P - R}{P} \right|$$

sendo:

P – é o volume de prêmio no período anual

$$R = \sum \left| \frac{\bar{S}}{P} - \frac{S_i}{P_i} \right| \cdot P_i$$

com $\frac{\bar{S}}{P}$ sendo a média da sinistralidade no período (vários anos) dada por:

$$\frac{\bar{S}}{P} = \frac{\sum S_i}{\sum P_i}, \quad \text{sendo:}$$

S_i/P_i : é a sinistralidade em cada ano ou período;

P_i : é o volume de prêmios no período;

N : é o número de períodos existentes, que deve ser maior de 10 períodos (anos), observando-se que, no Brasil, 10 anos pode levar a distorções, sendo possível utilizar 5 anos, com maior credibilidade⁹.

B) Ajuste 2: as operações de resseguro permitirão uma rentabilidade superior a 5%, ficando a formulação ajustada:

$$L_t \leq \frac{2\beta}{-\log \pi \cdot (1-q)} \cdot \frac{P-R}{P} \cdot A \cdot (1+r)$$

onde:

r é a rentabilidade esperada nas operações cedidas em resseguro ($r = 5\%$) e os demais já foram comentados.

Teoria de Mochart (1923) (publicada no Bulletin de L'Institut des Actuários Français – Paris 1923).

$$L < \frac{eS + C}{\alpha \sqrt{(2npq)}}, \quad \text{onde:}$$

e = taxa de segurança;

S = capital total segurado;

C = ativo líquido ou capital de garantia;

α = número de significação numa distribuição normal (0,1), para confiabilidade de 95%, $\alpha = 1,96$;

\sqrt{npq} = desvio padrão de uma distribuição binomial com $[1,96\sigma]$;

De outra forma, quando objetivamos analisar ações, a avaliação de risco pode ser medida por modelos simplificados, em que só existe um ativo de risco, para o qual a

⁹ Para maior aprofundamento, ver Teoria da Credibilidade.

quantidade de risco desse ativo é representada pelo seu desvio padrão. Quando existe mais ativos de risco, essa medida não é adequada, pois a utilidade do consumidor depende da média e da variância da riqueza total, visto que a influência de sua correlação pode ter maior impacto. Logo, é prudente analisar o risco de um ativo tomando por base o mercado de ações, como um todo, sendo que a esta relação se dá o nome de β_2 ou β_i , quando se referir a uma (1) determinada ação, sendo dado por:

$$\beta_i = \frac{\text{gauderiscodoativo}^i}{\text{gauderiscodomercadodeações}}$$

Logo, quando β_i for igual a 1 (unidade) significa que a ação terá o mesmo comportamento que o mercado, ou seja, se o mercado decrescer ou crescer a ação seguirá no mesmo sentido e no mesmo quantitativo.

Para empresas ou produtos (ativos), que estejam sendo valorados e que sejam atinentes ao segmento de gestão de riscos, é fundamental avaliar a composição da carteira, a fim de estimar o resultado futuro que poderá advir. Esta análise deve tomar por base as figuras relativas ao processo de subscrição – *underwriting* – que a empresa adota e, efetivamente, pratica, pois dele dependerá a qualidade da carteira, assim entendida a adequada precificação dos riscos assumidos e da confiabilidade na sinistralidade média a ser indenizada. Os índices mais tradicionais adotados pelo mercado são basicamente:

- a) sinistralidade;
- b) índice combinado;
- c) índice combinado ajustado;
- d) rotatividade;
- e) crescimento salarial; e
- f) taxa de juro efetiva (ou taxa real de juros).

2.3 ANÁLISE DOS DADOS – CONSISTÊNCIA E FLUXO DE CAIXA

A análise e verificação dos dados para aplicação dos mecanismos de avaliação do valor do Ativo é sempre (ou quase sempre) tratado como sendo plenamente válido, todavia isto não pode ser adotado como premissa, pois correria o risco de conduzir em erro de

avaliação. Alguns autores abordam este assunto e, dentre estes, Campos Filho (1999) destaca alguns pontos importantes, segmentando no Brasil os períodos de até 1994/julho e após esta data, basicamente em função das elevadas taxas inflacionárias que insidiam na economia e que provocavam acentuadas distorções (especialmente frente às eventuais imprecisões dos índices de correção monetária, que provocariam grandes diferenças). O segundo ponto consistia na estrutura contábil utilizada, a qual priorizava o objetivo fiscal no registro das contas e sua origem, tornando os dados imprecisos para fins de valoração de um Ativo. Este ponto era tão acentuado que levou a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) a preparar em 1996 um anteprojeto de lei visando reduzir esta interferência. Gradativamente a economia brasileira vem estruturando-se e adotando um alinhamento internacional, agora de forma mais objetiva, face o *International Financial Reporting Standard* (IFRS) em implementação, inclusive no Brasil.

Como vamos avaliar as opções e sua respectiva valoração para ser adquirido um ativo, inclusive ponderando-o com a taxa de juros efetiva, praticada no mercado, há um efeito muito importante a ser considerando, levando a utilização das demonstrações via Fluxo de Caixa, preferencialmente à estrutura das Demonstrações Contábeis, que utilizam o regime de competência. Campos Filho (1999) salienta, ainda, que os demonstrativos estruturados por Fluxo de Caixa permitem obter uma maior precisão nos cálculos, por estarem naturalmente estruturados dentro da fundamentação financeira atinente. As demonstrações contábeis necessitariam de ajustes para servir de base à avaliação financeira. Isto fica mais evidente, segundo as palavras de Shoon Ledyard, controller da Charlotte Hornets, que assim indicou:

O planejamento de caixa é a espinha dorsal da empresa. Sem ele não se saberá quando haverá caixa suficiente para sustentar as operações ou quando se necessitará de financiamento bancário. Empresas que continuamente tenham falta de caixa e que necessitem de empréstimos de última hora poderão perceber como é difícil encontrar bancos que as financie. (GITMANN¹⁰ 1997, *apud* CAMPOS FILHO, 1999, p. 17).

Para uma melhor explanação desta importância, é oportuno repassarmos alguns pontos da história e evolução dos Demonstrativos pelo Fluxo de Caixa. A importância desta indicação tem duas exemplificações básicas:

- a) não confundir os Demonstrativos pelo Fluxo de Caixa com a gestão pelo Saldo do Caixa; e

¹⁰ GITMANN, Lawrence J. Princípios de administração financeira. 7. ed. São Paulo : Harbra, c1997.

- b) no caso específico das Operadoras dos Planos de Saúde (OPS), caso específico deste trabalho, a Agência Nacional de Saúde (ANS), reguladora deste segmento, está disciplinando o acompanhamento das Entidades (Operadoras e Seguradoras) pela utilização dos demonstrativos pelo Fluxo de Caixa.

Assim, vejamos a opinião de alguns estudiosos (e autores) sobre este tema, dentre os quais temos:

- a) Falcini (1992, p. 44):

Nos 500 anos que precederam os anos 30 deste século (1430 a 1930), o foco central da contabilidade e dos demonstrativos financeiros foi sobre o fluxo de caixa das empresas e por conseqüência, sobre a geração operacional líquida de fundos de caixa. Nos últimos 50 anos, tem havido uma verdadeira obsessão no enfoque sobre a demonstração contábil de resultados e principalmente sobre o lucro líquido contábil e o conseqüente lucro por ação.

O lucro por ação é a remuneração do investidor individual, que, de certa forma, comprou a empresa (este Ativo) e, por decorrência, espera ter os rendimentos correspondentes. Num Fundo de Pensão ou, mais corretamente no Brasil, numa Entidade Fechada de Previdência Complementar (EFPC), que representa um conjunto de indivíduos que se unem para compor um fundo mútuo de garantia previdenciária, ou seja, é um conjunto de indivíduos com objetivo comum, esta busca é crucial, pois viabilizará a renda futura (aposentadorias). A figura atual é o regime de competência, de conhecimento por poucos profissionais e mais precisamente os executivos e empresários, que normalmente não entendem precisamente os atuais registros contábeis, assim como a população em geral – há um entendimento corriqueiro de que, apenas, 40% da população importa-se com a situação patrimonial e de solvência de uma empresa, segundo apresenta seus demonstrativos patrimoniais, preocupando-se apenas com a entrega do produto e serviço e com a qualidade do atendimento. De outra parte e esta sim nos traz a essência deste registro, é que vamos encontrar nas empresas toda uma estrutura de dados e informações pelo regime de competência, o qual por si só pode e na maioria das vezes é inadequado para aplicação dos cálculos relativos à avaliação de custo financeiro, objetivando projetar a rentabilidade futura do investimento (aquisição do ativo).

b) Drucker (1985, p. 358)

O crescimento precisa de mais caixa e de mais capital. Se a nova empresa mostra um lucro, este é uma ficção; um lançamento contábil colocado apenas para ajustar as contas. E desde que os impostos são pagos baseados nesta ficção, ela cria uma obrigação de caixa e não um superávit. Uma iniciativa em crescimento precisa investir cada centavo do superávit operacional (de caixa) para sobreviver.

Em outra obra, Drucke (1992) nos apresenta outro comentário importante sobre a relevância da análise e acompanhamento do fluxo de caixa de uma empresa, inclusive para validar sua solvência futura. O texto é o seguinte: “Há muito tempo se sabe que uma empresa pode operar sem lucros por muitos anos, desde que tenha um fluxo de caixa adequado. O oposto não é verdade. Na verdade, um aperto na liquidez costuma ser mais prejudicial que um aperto nos lucros” (DRUCKER, 1992, p.174).

A colocação acima tem uma importante complementação apresentada por Goldratt e Cox (1990, p. 189), que assim indicaram: “Se você tiver o suficiente, então o fluxo de caixa não é importante. Mas se você não tiver, nada é mais importante. É uma medida de sobrevivência. Fique acima da linha e tudo bem. Fique abaixo e você está morto.”

Este comentário apresentado por Goldratt e Cox (1990) tem uma boa aplicabilidade, especialmente no Brasil, visto que a nossa taxa efetiva de juros é elevada, em relação às taxas praticadas em outros países, visto que o juro pago pelo governo brasileiro é alto e representativo no mercado, a ponto de influenciá-lo. Logo, tomar empréstimo para financiar as operações exige uma cuidadosa análise e verificação do custo direto e indireto (custo efetivo do empréstimo), pois, muitas são as exigências complementares (seguro, conta corrente, saldo em conta, etc). Dentro do enfoque que nos apresenta Drucker (1992), há a figura de indicar que o lucro é na verdade um custo, ou em outras palavras, é um compromisso que a empresa precisa honrar, pois se deixar de ter lucro, que é a base para os dividendos (remuneração dos investidores) certamente a empresa será fechada ou abandonada e isto nos levaria ao conceito de Valor Econômico Agregado (EVA) da sigla em língua inglesa *Economic Value Added*, podendo ser associado ao fluxo de caixa.

c) Terry Smith escreveu na reportagem *Accounting for growth*, publicada na Revista Exame de 24 de maio de 1994 que:

Os balanços expressam apenas as opiniões dos auditores, não os fatos. Dinheiro é fato. Caixa é fato. Não se pode produzir dinheiro com artefatos contábeis. Os investidores devem olhar as empresas como olham os banqueiros. O que importa é o volume de caixa. Se uma empresa anuncia lucros elevados, mas não está gerando caixa, provavelmente não está gerando lucro nenhum. É bom ter em mente que as empresas não quebram por falta de lucro. Elas quebram por falta de caixa. (SMITH, 1994, p. 34)

Independente da maior relevância no comparativo entre o regime de competência e caixa acima criticado por Smith (1994), o apontamento à avaliação sob o enfoque dos banqueiros e a figura de que uma escassez de caixa pode comprometer a solvência de uma empresa, especialmente em momentos de crise ou de crédito reduzido (ou taxas de juros elevadas), indicam a importância desta situação. Outro ponto interessante e bem representativo ao segmento em apreço é a indicação do grande economista John Maynard Keynes que, discutindo alguns aspectos econômicos que envolviam o longo prazo para a solução de coisas que não funcionavam, teria respondido: “[...] sim, mas no longo prazo estaremos todos mortos.” conforme nos apresenta Stiglitz (2004, p. 147). Esta afirmativa, apesar de plenamente e naturalmente correta, encerra uma série de questões, especialmente no segmento deste trabalho, pois temos importantes questões de investimento com características de longo prazo, bem como a figura do risco de morte, que faz parte integrante da avaliação do nível de investimentos para os benefícios previdenciários e de Assistência à Saúde, caso deste trabalho.

d) Antônio Lopes de Sá¹¹ (1995):

Não poderíamos deixar de abordar estes conceitos gerais sem citar este eminente autor e especialista, que assim se manifestou sobre esta questão, no tema: “*Normas contábeis em conflito*”: publicada no Boletim IOB n. 19, de 1995:

O elenco de erros da legislação brasileira, em face da contabilidade, é matéria para um livro. Continuo, em meus pareceres de auditoria, a afirmar que a situação espelhada pelo balanço é a que a lei formalizou. Não me arrisco a afirmar que é a expressão fidedigna nem adequada, porque a lei no Brasil conduziu todos os balanços à falsidade demonstrativa e os amoldou em outros aspectos aos interesses exclusivos da arrecadação de impostos. (SÁ, 1995, p. 173.)

Essa afirmativa de 15 anos atrás é, no mínimo, interessante e bem posta para este momento em que estamos buscando o alinhamento internacional e, para este segmento de

¹¹ Falecido em 07/junho/10, período que estava sendo escrito este trabalho, a quem, pelo espírito e exemplo, sintetizado nas 183 obras editadas, registra-se esta nota, como homenagem.

risco, o IFRS-4, alicerçado ao momento atual em que temos um nível tributário de 35%, como o divulgado pelo FIGE para o ano de 2009, considerando ainda que este nível teve uma ligeira redução, se comparado ao ano anterior. Sob o prisma atuarial, haveria uma série de considerações, especialmente para eventual comparativo entre o nível tributário existente em outros países, frente os serviços públicos oferecidos e sua qualidade, pois isto tem relação direta com o nível de assistência previdenciária e de assistência à saúde existente em cada caso. Logo, o simples comparativo, como muitas vezes ocorre, é completamente inadequado, pois temos modelos totalmente privados e modelos totalmente públicos, e outros modelos transitando pelos diversos níveis do modelo misto, como é o caso do Brasil, ou seja, parte das responsabilidades está sob a gestão pública e, parte teoricamente complementar ou suplementar, esta sob a responsabilidade das relações privadas.

- e) outros países: Campos Filho (1999) ainda nos apresenta que a avaliação pelo Demonstrativo do Fluxo de Caixa já vem sendo trabalhado a algum tempo, sendo o exemplo mais indicativo o caso dos Estados Unidos, que entre 1977 e 1987, portanto, ao longo de 10 anos, propôs a discussão deste assunto, culminando com a publicação do FAS 95 – *Financial Accounting Standard*, que são normas emitidas pelo *Institut Accounting Standard Boread* (IASB), definindo o modelo das demonstrações dos fluxos de caixa e os critérios a serem observados para gerar este relatório. A partir deste momento todas as empresas estadunidenses deveriam elaborar a Demonstração do Fluxo de Caixa, além do Balanço Patrimonial e do DRE, padrões. Nos países do Reino Unido essa exigência passou a ser feita a partir de mar./92, com a publicação do *Financial Reporting Standard* (FRS 01).
- f) Método das Partidas Dobradas: outro ponto interessante apontado por Campos Filho (1999) é a questão das partidas dobradas existirem a mais de 500 anos, tendo contribuído para o crescimento de muitas empresas e do próprio capitalismo, muito embora não seja uma exclusividade deste regime econômico. Na sua indicação ninguém poderia imaginar o que seria do capitalismo, sem o método das partidas dobradas, pois as duas figuras estão intimamente relacionadas, tanto na forma, quanto na essência. Ninguém pode afirmar se foi o capitalismo que criou o método das partidas dobradas, como ferramenta em sua expansão, ou talvez o contrário, o método das partidas dobradas tenha criado o capitalismo. Este comentário é apenas uma indicação das manifestações e ponderação atinente.

Embora existam comentários adicionais e observações de importantes autores, deixamos de aprofundar a discussão, visto que os modelos por Opção (Ação) não são o foco principal deste estudo.

3 HISTÓRIA DO COOPERATIVISMO E DO SEGURO

Há uma importante similaridade entre a evolução destes dois grandes modelos, sendo um societário e o outro de negócio (garantia econômica). Não há um grande acervo bibliográfico desta intersecção, havendo um pouco mais, também não muito significativo, apenas no que tange a um dos modelos. Donde, a junção deste capítulo busca, ainda que de forma específica ao foco deste estudo de caso, busca permitir um primeiro embasamento.

3.1 O COOPERATIVISMO: DA ANTIGÜIDADE ÀS COOPERATIVAS MÉDICAS

O desenvolvimento do modelo societário cooperativo tem várias manifestações ao longo dos tempos, inclusive com alguns autores indicando o modelo das reduções jesuíticas da América Latina. Outros autores discordam, pois estas não apresentavam todas as características básicas de um modelo cooperativo. Mas há importantes peculiaridades em todo o seu processo evolutivo, o qual exige-nos avaliações específicas, fato que procurar-se-á desenvolver, dentro do limite deste trabalho.

3.1.1 Na Antiguidade (A.C.)

As manifestações ou o prefácio do cooperativismo podem ser remontados a períodos antigos. Encontramos referências no Código de Hammurabi, 3.500 a.C. (BRASIL, 1985, p. 5), alguns relatos nos informam que na Grécia foram encontrados os Orglonas e as Tiasas, que se constituíam em entidades formadas por pessoas de classe média e baixa, por cidadãos livres e escravos, e mesmo por estrangeiros para assegurar-lhes as despesas fúnebres (SCHNEIDER ¹² ano, *apud* MAY, 1998, p. 23). Aqui já encontramos o primeiro traço de similaridade com os primórdios das operações que culminariam no seguro atual, pois as despesas fúnebres constituem-se em “seguros de vida”, estruturados em mútuos. No período do Império Romano

¹² SCHNEIDER, J. O. **As Origens do Cooperativismo Moderno**. Compêndio de Cooperativismo. Porto Alegre: UNIMED, 1998.

vamos encontrar as sociedades de enterro e de seguro, conforme May (1998), entre pequenos artesões, formadas na base da ajuda mútua. Estas sociedades eram conhecidas por Collegia. Denota-se aqui também a citação ao mutualismo como figura básica. Encontramos nas operações de seguro (inclusive na atualidade) o Princípio do Mutualismo, como condição intrínseca. Na Palestina, entre o povo hebreu, encontramos os registros relativos à Seita dos Essênios, no período entre o século II A.C. e I D.C., os quais centrados no ascetismo mantinham a vida em comum, trabalhando e cultivando a terra para o auto-sustento. Encontramos os registros da administração dos bens temporais em comum em muitas das primeiras comunidades cristãs de Jerusalém e de outras cidades do Império Romano.

Encontramos registros desta forma de atuação conjunta ou societária também na China (período A.C.), através de embarcações coletivas ao longo do rio Yang-Tsé. Esta mesma figura também é encontrada no Egito, ao longo do rio Nilo, e na Babilônia, ao longo dos rios Tigre e Eufrates. Concluindo, podemos indicar como sendo as principais características da atividade cooperativista existente na Antiguidade:

- a) trabalho em propriedade comum;
- b) divisão dos resultados;
- c) reserva de uma parte como tributo; e,
- d) obras (infra-estrutura) em comum.

3.1.2 Na Idade Moderna

Neste período, o mundo ocidental está envolto na primeira fase da Revolução Industrial, a qual, muito embora marque um grande progresso econômico e tecnológico, inicia de forma marcante o capitalismo industrial, porém com graves seqüelas sociais. O segmento mais afetado foi o da classe operária que era submetida a jornadas de trabalho de 14 a 16 horas, além das péssimas condições de saúde e de infra-estrutura urbana nos bolsões das vilas operárias, decorrentes das migrações de camponeses (MAY, 1998).

Num ambiente tão conturbado, tanto de forma econômica quanto social, para esta camada da população - conhecida também como a Questão Operária - e considerando o movimento cultural existente à época, diversos pensadores enunciaram suas teses e formulações, objetivando apresentar alternativas sócio-econômicas. Dentre estes pensadores e movimentos, os Pioneiros da Cooperativa de Rochdale – 24 de outubro de 1844 – são os mais

importantes. Segundo May (1998), decorre do fato dos Pioneiros de Rochdale terem aproveitado princípios isolados de várias experiências anteriores e realizando uma síntese original, dando-lhes uma expressão definitiva, a qual ao ter persistido ao longo dos tempos e de todas as dificuldades impostas, passou a caracterizar o denominado Cooperativismo Moderno, também denominado Rochdaliano, conforme nos esclarece o especialista no assunto MSc prof. Edgar Schulze. Esta associação inspirou as idéias do cooperativismo, que podem ser resumidas em: “auto-ajuda ou solidariedade, democracia, economia, liberdade, equidade, altruísmo e progresso social”. A síntese de tudo isto está na proposta original dos Pioneiros de Rochdale (MAY, 1998, p. 51), quanto à norma: “uma pessoa, um voto”.

3.1.3 O Cooperativismo no Brasil

A revista AMANHÃ apresentou uma reportagem de autoria de Zanetti (2010) sobre a história do cooperativismo no Brasil, a qual informa que este sistema teve início em 1847, sobre influência do médico francês Jean Maurice Faivre, ao ter inaugurado no Paraná a Colônia de Teresa Cristina, com inspiração nos ideais humanistas, juntamente com outros colonos europeus. Salienta ainda que, se costuma creditar o início do cooperativismo no Brasil ao surgimento, em 1902, da Sparkasse Amstad – Caixa de Economia e Empréstimos, também conhecida como Caixa Rural, que acabou originando o atual SICREDI, em Nova Petrópolis. O especialista em cooperativismo Schulze (2002), diverge ligeiramente deste relato, salientando que em 1848 existiu em Manaus (no auge do ciclo da borracha) uma cooperativa de eletrificação e outra no Rio de Janeiro, mas nenhuma delas tinha por base os princípios do cooperativismo moderno, implementado em 1844, em Rochdale (Manchester, Inglaterra). Nessa iniciativa européia, 28 tecelões criaram a *Sociedade dos Probos Pioneiros de Rochdale*, a qual até hoje se mantém em atividade, tornando-se assim um referencial para o atual modelo adotado também no Brasil. Logo, os modelos anteriores foram iniciativas isoladas de empresas mutualistas, que, levado ao extremo, já permitiu a alguns autores referirem às Missões Jesuíticas como o primeiro modelo de entidade de produção cooperativa no Brasil. Estes relatos servem basicamente para nos evidenciar que, muito embora existam algumas opiniões com certa diversidade sobre o início e respectiva evolução do cooperativismo no Brasil, uma coisa é certa, o atual modelo é o de Rochdale, servindo seus princípios de referendo técnico e normativo.

3.1.4 O Caso Unimed – Cooperativa Médica de Assistência à Saúde

Estes fundamentos frente às dificuldades de assistência à saúde e, por decorrência a realização do trabalho médico e o risco da mercantilização da Medicina, levou um grupo de médicos, liderados pelo Dr. Edmundo Castilhos, em 1967, na cidade de Santos (SP), a oferecer a melhor assistência à Saúde, gerar recursos necessários para qualificar o trabalho profissional e promover o crescimento contínuo. Rapidamente este movimento cresceu em nível de Estado - Brasil, iniciando sua trajetória no Rio Grande do Sul pela cidade de Erechim, onde foi constituída a primeira UNIMED gaúcha, em 1971. Hoje, este Sistema conta com 364 Singulares no Brasil, sendo 26 no nosso estado.

O Sistema de Cooperativas Médicas (UNIMED) nasceu a cerca de 40 anos atrás, visto que logo após a inauguração da unidade de Erechim, foram também inauguradas, dentro deste mesmo ano, as Singulares de Porto Alegre e Lajeado (Vales do Taquari e Rio Pardo – VTRP), sempre com o objetivo maior de preservar o trabalho médico, como reação das instituições representativas da classe, para combater a comercialização especulativa do seu trabalho. A mercantilização do serviço médico é expressamente vedada no Código de Ética Médica da classe.

Inicialmente, mais representando um “sonho” de um grupo de idealistas da classe médica, transformou-se rapidamente no maior complexo cooperativo médico do mundo. No Rio Grande do Sul, o sistema cooperativista médico UNIMED está representado pela UNIMED/RS – Federação, que é composta por 26 Singulares OPS, que são: Alegrete, Alto da Serra, Alto Jacuí, Alto Uruguai, Centro RS, Planalto Central, Encosta da Serra, Erechim, Noroeste, Itaquí, Litoral Sul, Missões, Nordeste RS, Região da Campanha, Região da Fronteira, Pelotas, Planalto Médio, Porto Alegre, Região da Produção, Santa Maria, Santa Rosa, Uruguaiana, Vale das Antas, Vale do Caí, Vale do Sinos e Vales do Taquari e Rio Pardo, contando ainda com uma Central - a UNIMED Central de Serviços Auxiliares e com as empresas UNIAIR Transporte Aeromédico/RS e MEDSUL Táxi Aéreo Ltda, responsáveis pela implementação e desenvolvimento do transporte aeromédico no Rio Grande do Sul, com atuação por vezes ampliadas a vários outros estados do Brasil e mesmo nos países do Mercosul. Em dezembro do ano de 2009, o Sistema UNIMED congregava em torno de 12 mil cooperados (Médicos) no Rio Grande do Sul e possuía um patrimônio líquido de

aproximadamente R\$ 200 milhões, considerando a soma simples dos PL das Singulares e da Unimed/RS – Federação.

O cooperativismo médico vem demonstrando e cumprindo sua finalidade, atingindo seu apogeu e reconhecimento como modelo de remuneração ao médico. A atividade desenvolvida pelo sistema UNIMED é (ou seria) de suplementação ao atendimento estatal de assistência à saúde, fornecido constitucionalmente pelo Sistema Único de Saúde (SUS). No entanto, na verdade, atualmente, está se constituindo mais num foco direcionado à substituição do que a suplementação. A atuação da administração pública (estatal) dá-se através do SUS, que é a forma de atendimento garantido pela Constituição, como um direito do cidadão e um dever do Estado. Há vários aspectos desfavoráveis ao sistema cooperativista UNIMED, bem como para várias empresas deste segmento (as Medicinas de Grupo, como AMIL, GOLDEN CROSS, etc.). A ação estatal sobre a regulamentação das atividades desse segmento, com constituição de novas coberturas e garantidores, e ampliação da carga tributária, frente à definição de cobertura universal, condição esta que eleva sensivelmente os custos e, por decorrência, os preços, limitando a capacidade aquisitiva aos componentes das classes econômicas mais elevadas, porém numericamente mais restrita – classes A e B. Mesmo assim, mais de quarenta milhões de pessoas (1/5 da população brasileira) possuem algum tipo de plano de saúde privado, que lhes garantem o acesso ao atendimento suplementar, como opção de atendimento diferenciado ao estatal.

Abaixo, segue o mapa com a representação geográfica do Sistema Unimed no Rio Grande do Sul, capitaneadas pela UNIMED/RS – Federação, que, neste processo histórico, foi criada pelas Singulares instaladas no Rio Grande do Sul, ou seja, em um movimento dito de Singularidade (este destaque será importante para a caracterização e pleno entendimento de trabalhos futuros, nos quais sejam analisadas a estrutura e solvência econômica do sistema).

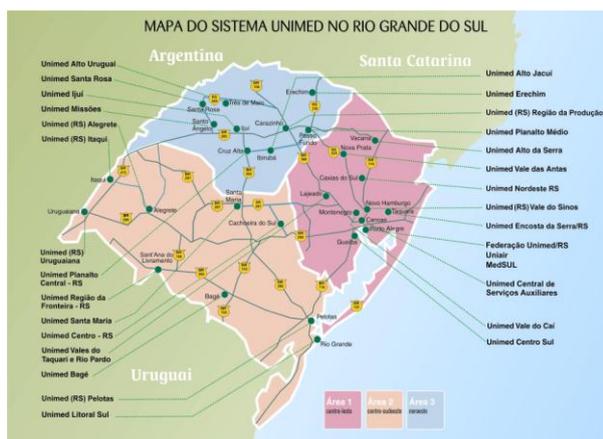


Figura 5 - Mapa do Sistema Unimed no RS

Fonte: Unimed / RS (2010).

Um fator preocupante é o “custo da tecnologia” da medicina assistencial, que, em menos de vinte anos, inverteu os fatores de remuneração do cooperado (médico). Antes, no início do cooperativismo médico, a média dos valores recebidos pela Cooperativa e destinados ao ato médico era de 70%, sendo os 30% complementares destinavam-se para os atos auxiliares, também denominados Serviço Auxiliar de Diagnóstico e Terapia (SADT), exames, internações, etc. Hoje, com o incremento de novas tecnologias, os custos na medicina, praticamente se inverteram, chegando a 70% do valor recebido pela Cooperativa, sendo direcionado para os atos auxiliares e, por decorrência, apenas, 30% para a remuneração do médico associado. A sistemática desenvolvida pelo Sistema Unimed é para que o médico atenda o paciente que necessite alguma avaliação e orientação sobre sua saúde, quer em caso de moléstia, tratando de sua enfermidade (doença) ou mera avaliação e orientação, recebendo uma contraprestação pecuniária. Todavia, em boa parte dos casos, a remuneração do médico está direcionada para a existência da doença, que por sua vez, demanda custos complementares para o tratamento e cura (retorno ao equilíbrio físico e mental). Esta sistemática tem dificultado que a Cooperativa invista mais na denominada Medicina Preventiva e na própria saúde, o que, uma vez implantada, reduziria drasticamente os custos de atendimento, especialmente nos serviços auxiliares, melhorando em muito as condições e a qualidade de vida dos usuários contratantes e da população, como um todo, bem como permitindo desobstruir os atendimentos do SUS.

Outro grande problema que afeta o Sistema Unimed, decorre da ação estatal e pode ser dividido em três grandes pólos: o primeiro, é a interferência no plano de saúde, através da Lei nº 9.656/98 e da ação e fiscalização da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS); o

segundo, decorre de decisões judiciais que determinam a ampliação de cobertura para além das contratadas, sem o correspondente equilíbrio da contraprestação pecuniária; e, por fim, a terceira, é a fúria arrecadadora do fisco, cada vez mais “voraz” por novas e maiores receitas, esquecendo-se que o contribuinte do plano privado de saúde já está desonerando o Estado, ao substituir o atendimento que seria de obrigação do SUS.

No dia 4 de junho de 1998, foi publicada a Lei nº 9.656, denominada Lei dos Planos de Saúde (LPS), fruto da necessidade de regulamentar o mercado de medicina suplementar que já atuava, a mais de 20 anos, sem regras claras que definissem direitos e deveres de empresas e consumidores. Recebida com reserva por uns e, por outros, como solução de todos os problemas da saúde suplementar que, na época, já contava com 40 milhões de usuários, em números redondos. O fato é que já no dia seguinte, em 05 de junho de 1998, foi publicada a primeira Medida Provisória nº 1.665, de 04/06/98, alterando substancialmente a destacada legislação. A partir daquela data, o texto legal foi sucessivamente alterado pela publicação total de quarenta e quatro Medidas Provisórias, a ponto da última redação guardar apenas três artigos da redação original.

Além das 44 Medidas Provisórias, destacam-se o volume de publicações administrativas, oriundas, primeiro, do Conselho de Saúde Suplementar (CONSU) e, após, da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), visando regulamentar a matéria.

Nestes últimos dez anos, foi publicada uma série de normativos, distribuídos entre aspectos jurídicos, de cobertura mínima obrigatória, contábil, atuariais, de gestão e, especialmente punitivas e com multas de vários níveis. Além disto, aspectos de controle e informações vinculadas aos aspectos epidemiológicos, exigidas pela Organização Mundial da Saúde (OMS) e a classificação dos países no aspecto de atenção e atendimento à saúde, pois ao considerar apenas o SUS, o Brasil obtinha uma baixa e irreal classificação.

A questão formal acima destacada, busca apenas indicar o volume de normativos existentes e lembrar que ainda advirão muitos outros, visto que várias questões técnicas ainda carecem de uma melhor regulamentação, além do alinhamento internacional que está sendo implementado pelo IFRS. Neste sentido é importante destacar que há profunda diferença entre regulamentar a atividade e, a forma atual, que caracteriza-se mais como interferência estatal, esquecendo-se que ao longo de três décadas e atingindo 40 milhões de clientes, as Operadoras de Planos de Saúde, especialmente as UNIMEDs e Medicinas de Grupo, construíram e conquistaram este espaço. Acrescenta-se à justificativa acima, o texto constitucional contido no inciso XVIII, da Constituição Federal do Brasil, promulgada em 05 de outubro de 1988,

que assim determina (ou deveria determinar): “XVIII – a criação de associações e, na forma da lei, a de cooperativas independem de autorização, sendo vedada a interferência estatal em seu funcionamento;” (BRASIL, 1988).

Embora a regulamentação seja necessária e bem vinda, cremos que o modelo intervencionista já deva estar superado, ou pelo menos deveria estar. O texto constitucional é, por si só, claro e suficiente, inclusive possuindo lei específica, de nº 5.764, datada de 16 de dezembro de 1.971, a qual, se fosse o caso, caberia ser apenas atualizada, porém, nunca justificando uma ingerência. Apenas como exemplificação desta intervenção estatal, destaque-se que, nos termos da nova Lei dos Planos de Saúde e da regulamentação da ANS, a UNIMED tem de adotar um contrato de plano de saúde padronizado e com condições técnicas rígidas, que não podem ser flexibilizadas ou alteradas. O modelo de acompanhamento burocrático e respectiva fiscalização vêm exigindo das OPS a adoção de inúmeros procedimentos e a contratação de novos colaboradores, tudo gerando custos que oneram a gestão e diminuem a remuneração dos cooperados, à medida que não conseguem repassar integralidade os encargos, aos usuários contratantes. Associa-se a isto a incorporação de novos tratamentos e suas tecnologias, sempre com elevado custo assistencial. Conforme já comentado anteriormente, as cooperativas médicas UNIMED nasceram enquanto reação das instituições representativas da classe médica, para combater a comercialização especulativa do trabalho dos médicos e preservar a Ética Médica.

Um acentuado problema de origem no poder público e que vem atingindo severamente o segmento de saúde suplementar e, por decorrência o Sistema Unimed, quer como cooperativa médica, quer como Operadora, é a ânsia arrecadadora do fisco. Inúmeros tributos, taxas e contribuições poderiam ser aqui descritos, demonstrando quão feroz é a investida fiscal nos recursos das OPS. Todavia, é importante indicar o motivo básico desta contrariedade à atual e crescente tributação ora existente, pois, sendo o modelo atual de suplementação à saúde, portanto ao Sistema Único de Saúde, o qual é mantido pelas contribuições diretas e indiretas de toda a população. Onde, o segmento atual, de praticamente 22% da população, que paga adicionalmente um Plano Suplementar de Saúde e, por decorrência, desonera o sistema público, deveria ter incentivada à desoneração tributária destes valores, tanto de forma direta quanto indireta. Segundo interpretações de juristas de renome nacional, ao tributar as entidades e, dentre estas as cooperativas médicas, face o repasse natural dos custos e encargos, **acaba-se cobrando novamente desta mesma**

população, caracterizando uma bi-tributação – pois já teriam estes benefícios via SUS, pelo menos constitucionalmente deveria ter – o artigo nº 196 da CFB, que assim determina:

Art. 196. A saúde é direito de todos e dever do Estado, garantido mediante políticas sociais e econômicas que visem à redução do risco de doença e de outros agravos e ao acesso universal igualitário às ações e serviços para sua promoção, proteção e recuperação. (BRASIL, 1988)

Até algum tempo atrás, a carga tributária era mínima e “suportável” (não relevante dentro da matriz de custos), recaía basicamente sobre as cooperativas de prestação de serviços UNIMED. Todavia, esta sistemática de contribuição vem sendo sensivelmente alterada com a edição de diversos normativos, que, em regra geral, ampliam sensivelmente a base de cálculo e, por vezes, com aumento de alíquota. Por fim e inobstante os pontos acima mencionados, a atual carga tributária imputada às cooperativas, acabam oferecendo riscos à própria sobrevivência deste modelo, especialmente frente a inexistência de formas de absorção ou possibilidade de repasse destes custos aos clientes (os Beneficiários dos Planos de saúde).

Assim, ratificando estas indicações, é importante o registro apresentado por Irion (1997, p. 154), o qual assim se manifestou:

TEXTO COMPLEMENTAR Nº 10 - O COMPLEXO COOPERATIVO E EMPRESARIAL UNIMED - O Complexo Cooperativo e Empresarial UNIMED é o maior exemplo de integração estratégica no cooperativismo brasileiro e por suas peculiaridades e dimensões, se destaca no movimento cooperativista mundial. Sua importância é reconhecida pelos estudiosos de todos os países, que dele tomam conhecimento colocando-o juntamente com o Complexo de Mondragon, como os dois fenômenos que marcaram o movimento cooperativo no século XX. Informe preliminar (ainda não oficial) recentemente elaborado pela Organização das Nações Unidas classifica a UNIMED como o maior sistema mundial de cooperativas de provedores de saúde. A OPASo transformou em “case study UNIMED.

Esta manifestação vem ratificar e indicar a relevância do modelo Cooperativista de Assistência à Saúde, existente em um país “sul-americano” ou então do “terceiro mundo” (como anteriormente classificado). Muito embora não seja o foco deste trabalho, esta citação visa evidenciar de forma conclusiva a relevância do Sistema Unimed, em contrapartida a devida desatenção das autoridades públicas e perante um modelo que cresceu ao limbo de uma regulamentação mais formal e devido apoio público. O crescimento do Sistema Unimed, tanto vertical quanto horizontal, pode ser comprovado pela parte complementar do texto de Irion (1997, p.93), cabendo citar o seguinte:

A integração do Complexo envolve três grupos distintos de cooperativas (trabalho, crédito e consumo), várias empresas de capital (inclusive uma na Colômbia), uma fundação educacional, além da participação em instituições supracooperativistas brasileiras e mais recentemente no campo internacional integrado a Aliança Cooperativista Internacional onde liderou a criação e participa da Direção do IHCO – International Health Cooperative Organization, ramo da ACI. A história do Complexo se inicia pela formação do sistema UNIMED, em torno do qual gravitam os demais componentes, o sistema UNICRED, USIMED e sistema empresarial e o institucional. A partir de 1.989 o perfil do movimento UNIMED ultrapassou a condição de sistema para se transformar em Complexo, conceito que este autor propôs em 1.990 em um de seus trabalhos, e assim nasceu a denominação Complexo Cooperativo e Empresarial UNIMED. O Complexo UNIMED não é só constituído por empresas sob controle da UNIMED do Brasil. As cooperativas singulares e as federações também implantaram empresas para complementar atividades locais ou regionais. Existem agora empresas de transporte aeromédico, hospitais, clínicas, gráficas, etc., sob o controle de UNIMEDs isoladas, por cooperativas associadas e outras de propriedade das federações e da confederação. Podemos desta forma entender que o componente empresarial do Complexo UNIMED também está estratificado nos mesmos graus

Este modelo extrapolou as fronteiras do Brasil, atingindo a América Latina, chegando inclusive ao Canadá – centro do cooperativismo e sede da ACI. O texto final acima permite destacar a relevância e o nível de contribuição que o Sistema, ou melhor, o Complexo Unimed propicia a este segmento de Assistência à Saúde e, por decorrência, a economia do país. O texto ora referido está assim descrito:

Devemos considerar no processo integrador do sistema UNIMED sua atuação internacional. Foi a partir de 1.989, que o sistema ultrapassou as fronteiras brasileira. Com seu apoio foi criada a primeira UNIMED no Paraguai. Em 1.993, o sistema UNIMED apoiou os médicos colombianos, transferindo-lhes as peculiaridades doutrinárias do cooperativismo de trabalho e sua tecnologia, com o que foi criada no país cooperativas equivalentes, que lá recebeu a sigla FEMEC, uma vez que a marca UNIMED era de propriedade de outra empresa local. Desde então a UNIMED passou a ter atuação internacional. A ACI, encarregou-se de promover em 1.994 o 1º Simpósio das Cooperativas de Saúde das Américas, realizado em São Paulo como preparação do cooperativismo de saúde das Américas para a Congresso de Manchester. Esse evento foi o primeiro passo para a fundação da Organização Internacional de Cooperativas de Saúde (*International Health Cooperative Organization – IHCO*), como entidade do Cooperativismo de Saúde ligada a ACI. A IHCO foi implantada em 1.996 sendo seu vice-presidente para as Américas o Dr. Edmundo Castilho, Presidente da UNIMED do Brasil. (IRION, 1997, p. 154)

Este longo, mas necessário comentário de uma autoridade em cooperativismo médico, como é o caso do autor ora citado, visa exclusivamente demonstrar de forma inequívoca o crescimento do segmento privado de Saúde Suplementar e, dentro deste, o Sistema Unimed, tendo iniciado de um patrimônio nulo. Embora os dados e informações sobre a estrutura nacional e até mesmo internacional relatada anteriormente, este estudo será direcionado às cooperativas médicas do Rio Grande do Sul e, dentre estas, o caso da Unimed Porto Alegre,

frente à aquisição (o termo societário correto é de incorporação) da Unimed Centro Sul, analisando-o em relação ao caso de uma empresa constituída sob o modelo de sociedade de capital e que também fez relevantes aquisições neste setor, que é o caso da AMIL. Portanto, não se trata de restrição ao modelo, mas simplesmente maior predomínio do entendimento às variáveis atinentes, principalmente nesta fase de elaboração de premissas e desenvolvimento das hipóteses e, especialmente, por tratar-se de estudo de cunho acadêmico, muito embora o seu alto grau de atendimento à situação real e bastante atual. Portanto, ainda que pretensiosamente, o presente estudo objetive apresentar as peculiaridades da valoração de um ativo cooperativo, segundo o capital que possa ser investido neste segmento, especialmente por ser vinculado à assistência médica à saúde. Objetiva-se também construir um segmento de estudo acadêmico, buscando dentro dos ensinamentos transmitidos pelas diversas disciplinas ministradas, o relativo a análise do equacionamento da transmissão do capital divisível e indivisível e uma cooperativa médica, enquanto OPS, visto que ambos formam este patrimônio líquido.

A idéia central decorre da situação prática ocorrida no mercado, sendo uma relativa ao caso da AMIL, com uma imensa e ampla evolução econômica, para sua capitalização e desenvolvimento de um programa de aquisições, inclusive com captação externa de recursos. E a outra, para o devido estudo de caso, a situação de incorporação de uma cooperativa médica, enquanto OPS, efetuado pela Unimed Porto Alegre, em relação a Unimed Centro Sul, cuja sede localizava-se em Guaíba.

Com isto, entendemos que mesmo após estes 40 anos de atividade e prosperidade, ainda existe muito a ser feito e que o modelo cooperativo tem dentro dos seus princípios, alternativas para todos eles. O desafio ainda é imenso e objetivo de todos.

3.2 HISTÓRIA DO SEGURO

A história do seguro vem enfrentando uma significativa evolução e especificidade no Brasil, pois tem adotado definições e segmentações muito particulares. Com o alinhamento internacional, no qual o nosso país também é signatário, espera-se que haja um maior alinhamento e, por decorrência, observação aos fundamentos desta modalidade de negócio,

por vezes indicado como sendo um contrato. Logo, o estudo desta evolução é básico e inerente ao entendimento das premissas que regem este modelo de negócio.

3.2.1 Na Antigüidade (a.C.)

Inobstante algumas interpretações mais detalhadas e específicas a certas atividades mercantis, pode ser admitido como o marco inicial do fundamento do seguro, as operações desenvolvidas pelos cameleiros das caravanas e, posteriormente, pelos próprios comerciantes que assim transportavam suas mercadorias, de uma região para outra, e sofriam as mesmas adversidades – riscos. Conforme nos relata Ferreira (1985) estas manifestações ou o prefácio do seguro pode ser identificado nos registros contidos no “Talmud da Babilônia”, ou seja, na obra elaborada pelo povo Hebreu, quando dominados pelos Babilônios, na Mesopotâmia.

A escola suíça nos apresenta que “na antiga Babilônia, nos tempos de Hammurabi”, os membros que compunham as caravanas acordavam entre si, assumir todos os prejuízos resultantes dos eventos do deslocamento, em especial o roubo (ou saque, como era denominado à época). Este destaque ao roubo estava vinculado ao caráter de proteção aos demais, pois ao entregar um determinado camelo e mercadoria aos saqueadores, todo o restante da caravana ficava resguardado (conseguia fugir). Esta figura passou a configurar um dos principais princípios do seguro – o Mutualismo, existente necessariamente inclusive nas operações atuais. Desde estes primórdios, ficou consagrada a condição máxima de que “[...] é mais fácil suportar coletivamente as grandes perdas eventuais, do que isoladamente, sendo estas perdas passíveis de provocar a morte do indivíduo ou de uma empresa (quebra/falência)” (FERREIRA,1985, p. 23).

Durante o Império Romano encontram-se também algumas figuras inerentes às operações de seguro, muito embora sem grande evolução no campo do direito – no que se refere aos contratos. São dessa época: o “Collegia Militum”, praticado pelo exército romano, porém, mais no conceito de indenização, do que reparação ao dano eventual; o “Nauticus Foenus”, que correspondia ao contrato de dinheiro para os riscos e câmbio marítimo; o “Collegia Tenuiorum” e o “Collegia Fueneraticia”, que se constituíam nas “Collegias”, ou seja, nas comunidades de pessoas muito pobres que obtinham uma determinada importância no caso de falecimento de um membro da família.

3.2.2 Na Idade Média - Moderna

Em meados de 1347, na cidade de Gênova, encontramos os registros da primeira operação formal de seguro, ainda em seus primórdios, relativos a quitações de perdas em riscos de navegação (BRASIL, 1985). Encontramos também alguns registros em Pisa, em meados de 1385, atinentes a emissão de um documento sem a intervenção de notário, também relativo a riscos marítimos. Muito embora tenham surgido outras iniciativas ao longo dos anos seguintes, pode-se afirmar que efetivamente como ciência e como atividade econômica (negócio), o seguro teve seu berço na Inglaterra. Como primeiro atuário e construtor da primeira Tábua de Mortalidade, instrumento básico à atividade atuarial, coube ao Sir Edmund Halley, que em 1693, publicou a Breslau Table, conforme nos relata o saudoso prof. Gilberto Brasil, na sua obra de 1985. E, após um grande incêndio ocorrido em Londres, no ano de 1666, em 1667 foi emitida a primeira Apólice de Seguro Incêndio. Merece também especial destaque pela influência decisiva à época (e até os dias de hoje), a figura de Edward Lloyd, proprietário de um café em Londres, no final do século XVII, onde se reuniam armadores, capitães de navios e comerciantes, concentrando as negociações dos seguros marítimos. Desta forma, assim como no cooperativismo, apesar de em certos momentos e por influências distintas, encontramos na Inglaterra o surgimento mais formal desta atividade, que é de cunho eminentemente social, com grande alcance econômico-financeiro.

A partir desta data e com base nas formulações científicas da Teoria das Probabilidades, divulgadas por Blaise Pascal, na Academia de Ciências de Paris, em 1654, estas operações foram aprimorando-se, porém, sempre sob o Princípio do Mutualismo e consubstanciado pela Lei dos Grandes Números (LGN). Isto é tão evidente que encontramos na definição clássica de seguro, enunciada por Hémard (FERREIRA, 1985, p. 42):

É uma operação pela qual, mediante o pagamento de uma pequena remuneração, uma pessoa se faz prometer para si ou para outrem, no caso de um evento determinado, uma prestação de uma terceira pessoa que, assumindo um conjunto de eventos determinados os compensa de acordo com as leis da estatística e o princípio do mutualismo.

3.2.3 O Sistema Segurador Brasileiro

A história das atividades de seguros no Brasil teve seu início com a vinda da Família Real para o Brasil, em 1808. Até este período, em face de proibição da Coroa Portuguesa de existência de atividade econômica e financeira, tínhamos apenas, por influência do padre José de Anchieta, algumas casas de saúde, sob a figura assistencial, voltadas aos setores hospitalar (são as Santas Casas de Misericórdia), asilos, orfanatos e casas de amparo para seus associados e desvalidos, ligadas muito mais à assistência social, do que a figura previdenciária e mutualista (num conceito e estrutura mais técnica). A primeira seguradora foi instituída pelo decreto de fevereiro de 1808 e denominava-se Companhia de Seguros BOA-FÉ, tendo como sede a cidade de Salvador (Bahia). Outras tantas se seguiram a esta, sempre voltadas para os seguros marítimos, principal atividade econômica existente à época no Brasil (e no mundo).

Como o risco de saúde sempre se apresentou como uma complexa e volumosa operação, o mercado segurador nacional não lhe deu um maior destaque, especialmente se comparado ao tradicional e rentável seguro de incêndio, que por décadas foi denominado de “ramo nobre” do mercado segurador, especialmente face sua estabilidade estatístico-financeira e nível de rentabilidade. Associando a este abandono, as precárias condições da saúde pública existentes, conjugaram-se com a evolução e oportunidade do cooperativismo médico, para atender a assistência à saúde da população, bem como evitar a mercantilização do trabalho médico, como já apontado. Este espaço permitiu surgir e desenvolver-se o segmento de saúde privado, inicialmente pelas entidades de medicina de grupo e, logo após, pelas cooperativas médicas.

Conforme relatado inicialmente por Ferreira (1985) e May (1998), este tópico visa apresentação uma breve análise do histórico (origem e evolução) e das figuras comuns, existentes tanto no cooperativismo, quanto na atividade dos seguros saúdes, bem como efetuar uma análise sob os princípios que regem esta atividade. Desta forma, na evolução deste item serão abordados os aspectos relativos à sua estrutura atual.

3.2.4 Estrutura do Mercado de Saúde Suplementar – Privado

Segundo nos relata o periódico Agência Estado (16 mar. de 2010) o modelo brasileiro de gestão de saúde é misto, sendo que o Sistema Único de Saúde (SUS) foi criado pela Lei 8.080, datada de 19/09/1990.

A administração do segmento privado tem importante papel suplementar ao segmento público – SUS, mas ainda há necessidade de maior flexibilização para sua atuação e ampliação. Só como comparativo e indicação do nível atual de complexidade destas operações e o quanto estes segmentos representam, o referido periódico, salienta a figura de desgaste que o presidente estadunidense, Barak Obama, enfrentou frente a mais baixa popularidade da história recente, face os sérios e complexos problemas com as questões de saúde daquele país.

No entanto, outros países, como Holanda e Reino Unido, são exemplos de equacionamento de seus problemas de atenção à saúde, visto a estrutura que adotam para o modelo de gestão pública de saúde, inclusive em outros setores, além dos relativos à assistência à saúde. Especialistas dos diversos países têm presente que o custo da assistência à saúde é acentuadamente crescente, tornando-o, em determinadas situações, proibitivo, especialmente frente à figura da universalidade de cobertura, prevista inclusive na Constituição Brasileira e o maior envelhecimento da população, tanto no mundo como no Brasil.

Em 2008, nos Estados Unidos da América foram gastos US\$ 2 trilhões com saúde e, mesmo assim, mais de 10% da população não tem acesso a nenhum tipo de atendimento médico e hospitalar e o governo estadunidense está fazendo um enorme esforço político para minimizar este abandono (conforme já comentado).

As teses mais recentes indicam que o segmento privado permite as melhores alternativas e desenvolvimento com equilíbrio, mas, no Brasil, a discussão quanto ao aprimoramento necessário, é tido como muito ruim, levando a recomendação de um equacionamento, inclusive, em nível infraconstitucional.

No Brasil, em 2008, foram gastos em torno de R\$ 100 milhões com a gestão pública e privada da saúde, sendo que mais de 50% dos gastos é efetuado pelo segmento privado, que atende em torno de 22% da população. Logo, se houver um desequilíbrio no segmento privado, o segmento público não terá condições de suportar a retomada destes Beneficiários, expondo todo o sistema a um colapso geral. Assim, torna-se imperioso determinar os limites e

responsabilidade de cada *player*: saúde pública, exercida pelo governo, através do ministério e das secretarias de saúde estaduais e municipais, segmento este que está sob a responsabilidade do SUS; e, de forma complementar, o segmento privado.

Tabela 3 - Taxa de cobertura (%) por planos privados de saúde no Brasil (Brasil - 2003-2009)

Ano	Beneficiários em planos privados de assistência médica com ou sem odontologia	Beneficiários em planos privados exclusivamente odontológico
2003	17,7	2,2
2004	18,1	2,7
2005	18,4	3,3
2006	19,1	3,7
2007	19,8	4,3
2008	20,8	5,2
2009	21,5	6,1

Fontes: SIB/ANS/MS - 12/2009 e População - IBGE/Datasus/(2009).

Nota: Taxa de cobertura refere-se ao percentual da população coberta por plano privado de saúde.

Para enfrentar este nível de desafio, o Brasil e a Argentina criaram em 1980 a Associação Latino Americana dos Sistemas Privados de Saúde (ALAMI) cujo último encontro semestral foi realizado nos dias 18 e 19 de março de 2010, em Lima, no Peru. Atualmente, a ALAMI congrega os países sul-americanos, num total de 100 milhões de beneficiários, onde o Brasil representa 40%, logo o maior contingente, seguido pela Colômbia com 18 milhões. Segundo o representante da Abrange/Brasil, Dr. Arlindo de Almeida, a influência do Brasil também se dá face os problemas serem similares aos dos demais países, com exceção do Chile. Além da reunião semestral da diretoria, a Associação promove a cada dois anos seu congresso internacional, tendo o último sido realizado no Paraguai, em 2009, visto que o presidente é o paraguaio Sr. Rolf Staudt¹³.

Uma definição interessante seria a própria figura do Mercado Suplementar – Privado de Assistência à Saúde, o qual representa 5% do PIB, conforme informado no periódico Saúde Business, do dia 15 de março de 2010. Atualmente, este dado vem sendo grotescamente confundido no Brasil com o Segmento Público de Saúde, que consiste no SUS, de previsão constitucional e de acesso universal, com administração pública e prestação de serviço, tanto por entidades privadas, contratadas pelo SUS, quanto por prestadores público. O maior exemplo é o Hospital de Clínicas de Porto Alegre, onde funciona a Faculdade de Medicina da UFRGS e o Hospital Conceição, também em Porto Alegre. Onde, cabe caracterizar que o modelo de atendimento à saúde no Brasil é do tipo misto, ou seja, tem uma

¹³ O site desta associação é <http://www.alami.org>.

parte atendida pelo setor público e outra parte pelo setor privado. Em outros países temos condições semelhantes, totalmente público ou praticamente todo privado, situações que exigem uma prévia caracterização, para permitir uma comparação mais adequada. O noticiário tem sido rico nas indicações quanto à adequação que o atual presidente dos Estados Unidos da América, Barack Obama, vem realizando, para atender de forma pública uma parcela da população, a qual não tem acesso a qualquer alternativa de atendimento à saúde, pois não possui recursos para participar do segmento privado, conforme apontado anteriormente.

No Brasil, o segmento privado está em fase de regulamentação, Lei 9.656/98, inclusive com muitas divergências e diferentes alinhamentos, ou seja, demonstra certa falta de foco. Os conflitos e desentendimentos daí decorrentes são mera consequência, pois, ao não alinharmos o modelo e suas características e conseqüentes competências e atribuições de cada *player*, quer seja vinculado ao segmento público ou privado, já que constitucionalmente nosso modelo é misto, e dentro destes segmentos as respectivas funções, há uma “verdadeira guerra”, com embates e comprometimentos, cujas perdas prejudicam todo o sistema, tanto o público quanto o privado. Logo, é imperioso que haja uma discussão e alinhamento deste setor, sob pena de atingir o caos geral no atendimento à saúde. Paralelo a tudo isto, o mercado privado, com menos de ¼ da população já direciona um volume de recursos financeiros maior para o Sistema de Saúde do que o SUS, que engloba, praticamente, toda a população. Em 2009, o segmento privado movimentou R\$ 63 bilhões, destinando cerca de R\$ 52 bilhões ao atendimento à saúde, através de médicos, laboratórios, hospitais e outros prestadores de assistência à saúde, com um total de 40 milhões de beneficiários, distribuídos entre praticamente 1.500 operadoras.

Tabela 4 - Beneficiários de planos privados de saúde, por cobertura assistencial (Brasil - 2003-2009)

Ano	Beneficiários em planos privados de assistência médica com ou sem odontologia	Beneficiários em planos privados exclusivamente odontológico
Dez/2003	31.771.197	4.447.374
Dez/2004	33.673.600	5.456.603
Dez/2005	35.112.339	6.365.144
Dez/2006	36.926.726	7.531.428
Dez/2007	38.778.462	9.125.049
Dez/2008	40.872.918	10.863.979
Dez/2009	42.856.872	13.213.794

Fonte: Sistema de Informações de Beneficiários – SIB / ANS/MS – (2009)¹⁴

¹⁴ Há consenso entre os especialistas que os dados relativos aos anos anteriores carecem de maior consistência.

Tabela 5 - Operadoras em atividade com beneficiários (Brasil – 2003-2009)

Ano	Operadoras médico-hospitalares	Operadoras exclusivamente odontológicas	Operadoras com registro ativo com beneficiários
Dez/2003	1.119	373	1.492
Dez/2004	1.083	355	1.438
Dez/2005	1.081	356	1.437
Dez/2006	1.086	370	1.456
Dez/2007	1.096	380	1.476
Dez/2008	1.104	397	1.501
Dez/2009	1.108	408	1.516

Fonte: Cadastro de Operadoras e SIB –ANS/MS (2009)

Tabela 6 - Receita de contraprestações das operadoras (Brasil - 2003-2009)¹⁵

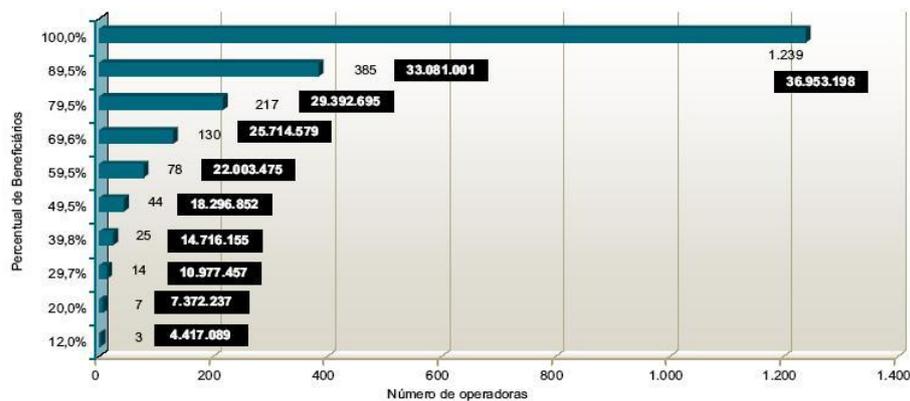
Ano	Receitas das operadoras médico-hospitalares	Receita das operadoras exclusivamente odontológicas	Receita total do setor
2003	28.015.808.675	470.724.351	28.486.533.026
2004	31.622.102.461	594.063.665	32.216.166.126
2005	36.398.303.412	742.234.780	37.140.538.192
2006	41.157.766.429	876.476.601	42.034.243.030
2007	50.773.880.424	1.074.956.867	51.848.837.290
2008	59.138.060.889	1.163.384.434	60.301.445.323
2009	62.333.845.970	1.275.386.063	63.609.232.033

Fonte: DIOPS / ANS/MS (2010)

Estes números fazem do Brasil o segundo maior mercado de saúde suplementar, perdendo apenas para os Estados Unidos, que é mais polarizado no segmento privado. Cabe observar que alguns outros grandes países têm maior concentração de atendimento à saúde vinculado ao segmento público. Isto, associada ao período de regulamentação, está levando o segmento privado brasileiro a ter um grande movimento de verticalização e concentração horizontal, pela busca de aquisições e investimentos em novos empreendimentos. Estas condições, associadas à regulamentação e ao atual nível de desenvolvimento econômico que o país apresenta, inclusive como opção, em nível internacional, vem atraindo grandes investidores a este setor. Para melhor entendimento do grau de concentração do segmento privado atual, vejamos o gráfico elaborado pela ANS, órgão regulamentador e fiscalizador deste segmento:

¹⁵ As operadoras na modalidade autogestão passaram a informar suas receitas e despesas a partir de 2007.

Gráfico 1.1.26 Curva ABC da distribuição dos beneficiários de planos de assistência médica entre as operadoras (Brasil - dezembro/2006)



Fontes: Sistema de Informações de Beneficiários - ANS/MS - 12/2006 e Cadastro de Operadoras - ANS/MS - 12/2006

Nota: O termo "beneficiário" refere-se a vínculos aos planos de saúde, podendo incluir vários vínculos para um mesmo indivíduo.

Curva A: 217 operadoras (17,9% do total) detêm 79,5% dos beneficiários.

Curva B: 385 operadoras (31,1% do total) detêm 89,5% dos beneficiários.

Curva C: 1.239 operadoras (100,0% do total) detêm 100,0% dos beneficiários.

Figura 6 - Curva ABC do número de OPS

Fonte: SIB/ANS/MS e IBGE/Datasus (2009).

Pela análise do gráfico acima, fica evidente que 20% das Operadoras – em torno de 300 – possuem mais de 90% - cerca de 36 milhões de Beneficiários, restando apenas 4 milhões para mais de 1.000 OPS, resultando uma média de 4.000 Beneficiários para cada Operadora, valor este tido com insuficiente, frente os preceitos atuariais que envolvem estas operações, especialmente: o fato de não haver limite de responsabilidade pelos custos que podem advir de um atendimento à saúde e por não haver, até a presente data, uma definição quanto a política de pulverização dos riscos, como resseguro; a estruturação necessária em recursos administrativo, inclusive de TI, para o atendimento mínimo às exigências impostas pelo órgão regulador ANS; o crescimento das alternativas e tecnologias de tratamento à saúde, com incorporação direta e tida como obrigatória para as Operadoras e com engessamento nos preços; e, por fim, um repasse de responsabilidades do segmento público para o privado, inclusive frente ao posicionamento do judiciário, tomando por base o preceito constitucional da “saúde ser um direito de todos”, muito embora o dever previsto ser do Estado e não do segmento privado, tido como substituto do Estado, mas sem receber os respectivos recursos desta substituição¹⁶.

¹⁶ Poder-se-ia trabalhar de forma mais detalhada o nível de concentração, através do índice de Gini, mas deixa-se de fazê-lo visando focar na valoração, objetivo deste trabalho, porém fica a sugestão, acadêmica.

Uma noticia importante é a abaixo indicada:

Dados da ANS mostram que de 1.549 operadoras 38 têm 50,2% dos 42,8 milhões de clientes. A concentração do mercado de planos de saúde pode acabar prejudicando os beneficiários de convênios médicos, devido à redução da concorrência. A avaliação é do Instituto de Defesa do Consumidor (Idec) baseada em dados divulgados ontem pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), segundo os quais, das 1.549 operadoras em atividade no País, apenas 38 detêm 50,2% dos 42,8 milhões de clientes. Duas delas atendem a 10,3% dos segurados. (O DIA ONLINE , 2010)

Finalizando este item e objetivando caracterizar a tradicional distribuição econômica do volume de negócios, segundo as regiões do país, que de forma geral, segue a distribuição do mercado como um todo e a própria distribuição demográfica da população, em especial da classe média e operária, maiores adquirentes dos Planos Privados de Assistência à Saúde.

Taxa de cobertura dos planos de assistência médica por Unidades da Federação (Brasil - dezembro/2009)

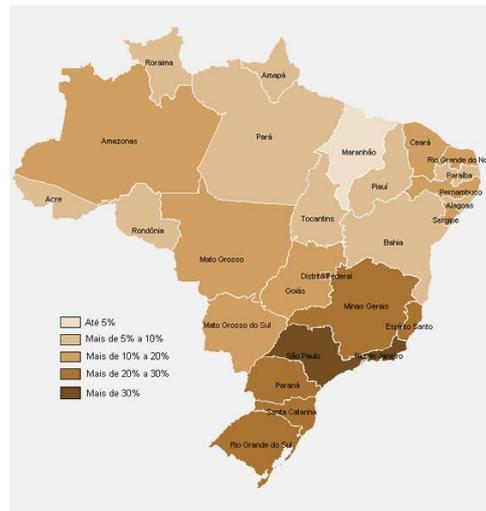


Figura 7- Coberturas por Unidade Federativa

Fonte: SIB/ANS/MS e População - IBGE/Datasus (2009).

4 ANÁLISE DOS CASOS AMIL E UNIMED POA

Este estudo de caso buscará comparar as atividades adotadas por uma Operadora de Saúde constituída sob a forma de sociedade de capital e dentre estas a Amil, que, no momento atual, se enquadra de forma significativa, visto as várias negociações que vem efetuando, inclusive em nível internacional, o que também serve de exemplificação para vários pontos anteriormente expostos. O comparativo será efetuado com a Cooperativa Médica de Porto Alegre, denominada simplesmente de Unimed Porto Alegre, face o seu porte, e a recente aquisição de uma carteira de outra cooperativa médica, efetuada de forma programada, sob a forma societária de incorporação, permitindo alguns comparativos, respeitando e caracterizando as respectivas especificidades de cada modelo, perfil e, por decorrência, forma de atuação para atingir os objetivos – de aquisição do ativo.

4.1 O CASO AMIL

Esta análise será iniciada pela apresentação de algumas noticiais que caracterizam de forma mais objetiva as negociações e suas fundamentações. Dentre estas, temos:

4.1.1 Notícias Mais Relevantes

O Portal Exame apresentou em de 29 de janeiro de 2010 uma matéria sobre conclusão, pela BM&F / BOVESPA, correspondente a oferta pública de aquisição de ações ordinárias da Medial Saúde, que a Amil fez, relativa a 31,8 milhões de ações, de um total de 33,5 milhões, cotadas a R\$ 17,50 cada ação. Logo, o investimento da Amil foi de R\$ 557.220.000,00. Como as ações da Medial Saúde fazem parte do Novo Mercado da Bovespa, os acionistas minoritários tiveram o direito de vender seus papéis para a Amil, pelo mesmo preço pago aos controladores, quando da realização do primeiro negócio (aquisição), que ocorreu em novembro de 2009.

Já a Revista Cobertura de 03 de fevereiro de 2010 informou que a Amil adquiriu três hospitais, pelo valor de R\$ 60 milhões, sendo um no Rio de Janeiro, outro na cidade de Duque de Caxias e o terceiro, maior de todos, em São Paulo. A aquisição foi realizada via Amilpar, que é o braço de participações da Amil, que adquiriu 100% da Empresa de Serviços Hospitalares (ESHO), que pertencia ao Sr. Edson de Godoy Bueno, o qual é o Presidente da Amil. A Amil tem um modelo verticalizado de negócio e é líder no segmento – Planos Privados de Assistência à Saúde, contando com cerca de 4 milhões de Beneficiários, o que representa praticamente 10% do mercado.

O periódico Monitor Mercantil, do dia 12 de março de 2010, noticiou que a AMIL comprou por R\$ 8,6 milhões a OPS Assistência à Saúde Ltda (ASL), empresa sediada em Natal (Rio Grande do Norte). A negociação objetiva a aquisição da totalidade das cotas representativas do capital social. A compra, cuja efetivação ainda está sujeita à aprovação do órgão regulador – ANS, reforça a estratégia de crescimento e expansão na região nordeste do país. Com esta aquisição a AMIL esperava atingir 240 mil Beneficiários, correspondendo a 5% do mercado na região.

Em 2007 a Amil fez um IPO, captando, segundo informações agora divulgadas no relatório da diretoria, num valor em torno dos US\$ 500 milhões, para investimentos, entre os quais, percebe-se a aquisição de ativos, assim entendidas as compras de carteiras ou empresas complementares, caso dos hospitais. Na edição de 24/ de fevereiro de 2010, o periódico Saúde Business Web divulgou a informação (notícia) de que “as especulações” do mercado apontam para mais uma grande aquisição que o grupo AMIL estaria buscando, através da compra da Intermédica, de propriedade do empresário Paulo Barbanti. O alinhamento estava em função do valor, o qual girava entre os R\$ 800 milhões, que seria o valor (não há divulgação dos cálculos) e os cerca de R\$ 2 bilhões pedidos pelo proprietário. Segundo a própria notícia, ninguém confirma os dados e a transação. Todavia, ressalta-se que este nível de valores tem sido algumas das bases que tem ocorrido no mercado.

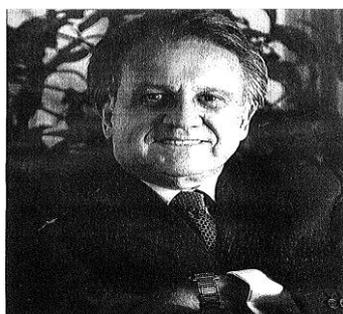
Assim, tendo primeiramente apresentado alguns itens mais relevantes do noticiário, objetiva-se demonstrar o motivo (atualidade) e a importância do tema em tópico, inclusive frente a empresa escolhida. Entrando no site da AMIL, encontra-se o relatório da diretoria e vários os demonstrativos relativos à análise dos resultados de 2008 e 2009, inclusive os respectivos balanços patrimoniais e DRE's que serviram de base para esta avaliação.

4.1.2 Características e Perfil

A AMIL é uma empresa classificada dentro do segmento das Operadoras de Planos de Saúde (OPS), no segmento Medicina de Grupo, tendo iniciado suas atividades em 1978, através de um conjunto de Planos Médico-Hospitalares e de Assistência Odontológica voltados para empresas de pequeno, médio e grande porte, bem como para pessoas físicas de todos os segmentos de renda, buscando propiciar aos seus beneficiários acesso a uma rede criteriosamente escolhida de prestadores de atendimento médico e hospitalar, composta por mais de 2.900 hospitais, 44.000 consultórios e clínicas médicas e 7.100 laboratórios e centros de diagnóstico de imagem. Em 2008, antes das principais aquisições, a Operadora possuía aproximadamente 3,2 milhões de beneficiários, centralizados nos estados de: São Paulo, Rio de Janeiro, Paraná e Distrito Federal. Oferecia, além da cobertura nacional, cobertura no exterior (esta condição exige uma análise mais minuciosa, face as restrições normativas existentes).

A empresa controladora é a AMIL Participações e foi constituída na forma atual em maio/2007, tendo, portanto, as demonstrações financeiras para os anos anteriores, sido elaboradas apenas para compor o histórico.

É indevido analisar a Empresa sem apresentar alguns itens relativos ao seu principal gestor, conforme indicado na revista especializada HSM Management n. 79, edição mar./abr. de 2010, que entrevistou o médico-cirurgião Edson de Godoy Bueno, destacando todo o empreendedorismo utilizado desde 2000 e que culminou no IPO realizado em 2007, onde captou R\$ 1,4 bilhões, inicialmente, e nas grandes aquisições que decorreram, cujo sócio e maior acionista é um “veterano – idoso”, segundo a “regulamentação” no Brasil, vide Estatuto do Idoso.



MAIS IMPORTANTE QUE O CONTROLE É O AUTOCONTROLE... MINIMIZO OS PROBLEMAS, TRANSFORMANDO OS EVERESTS EM MONTINHOS PEQUENOS

Figura 8 - Presidente da AMIL – Dr. Edson de Godoy Bueno

Fonte: Revista HSM Management, n. 79, p. 27 (2010)

Conforme Godoy Bueno, o IPO energiza a empresa, pois a deixa mais transparente, exige que se reorganize de forma objetiva (para atender um conjunto de requisitos) e muito bem auditada e com responsabilidades bem delineadas e assumidas, figura não muito habitual no Brasil, infelizmente. Outros investimentos devem ser buscados pela AMIL, mas certamente, diante da restrição financeira estadunidense atual, devem direcionar os esforços para o mercado europeu. A Caixa Econômica Federal (CEF) deve estar concluindo e inaugurando nos próximos dias um mega investimento para a criação da “Caixa Saúde”, resultante de acordo com um grupo francês, que deterá mais de 50% das ações ordinárias (controle da empresa, curiosamente)¹⁷. Não será surpresa se a China também investir nesta área aqui no Brasil. No dia 9 de abril de 2010, foi publicado no boletim AÇÕES do Banco Santander um conjunto de informações voltadas para investidores, caracterizando o objetivo da nova captação externa e, certamente, voltada para ampliação de negócio, pela aquisição de carteiras ou empresas congêneres (ativos).

De forma resumida, a evolução da Amil Participações pode ser sintetizada nos seguintes dados:

- a) receita operacional ajustada de jan. a set./09: R\$ 3,558 bilhões, que incluindo a Medial eleva para R\$ 7,0 bilhões;
- b) lucro líquido ajustado, também no período de jan. a set./09: R\$ 173,4 milhões;
- c) número de funcionários: 17 mil, após aquisição da Medial;
- d) número de Beneficiários: 4,2 milhões de planos médicos-hospitalares e 986 mil odontológicos;
- e) número de hospitais: 23, com 2.715 leitos, contando ainda com 98 centros médicos.

Adentrando de forma mais específica aos dados das empresas que serviram de modelo para esta análise, apresentamos, primeiramente, a Medial – OPS, até mesmo por ser a base para analisar sua aquisição pela AMIL Participações.

4.1.3 Medial Saúde S/A

Os dados da Medial Saúde S/A foram obtidos no site da instituição, em 19 de abril de 2010, dentro das normas da Instrução CVM 361/02 e podem ser sintetizados nos seguintes pontos:

¹⁷ O mercado confirmou a efetivação desta negociação, a ser iniciada suas operações em 2011.

- a) em 19 de novembro de 2009, a Assistência Médica Internacional Ltda (AMIL) efetivou o contrato de compra e venda das ações ordinárias em poder dos controladores, num total de 51,93% do capital social, no montante de R\$ 612,5 milhões, representando R\$ 17,2066 por ação;
- b) o Banco BTG Pactual considerou o modelo mais adequado como sendo o valor econômico, obtido pelo Fluxo de Caixa Descontado (FCD);
- c) o valor obtido pelo BTG Pactual para as ações é de R\$ 12,53 a R\$ 13,30, por ação.

Observa-se que o valor pago pela AMIL foi de R\$ 17,21 por ação, portanto, bem acima do calculado, caracterizando a figura indicada por Damodaran (2004) “*idiota maior*”, relativa a existir “*um louco para comprar*”, indicação esta que encerra uma figura, que consiste no valor que a aquisição de um ativo pode agregar ao comprador, este de difícil valoração, como já comentado no início deste trabalho, pois geralmente tratam-se de informações mais reservadas.

Vejamos abaixo de forma esquematizada a valoração das opções:

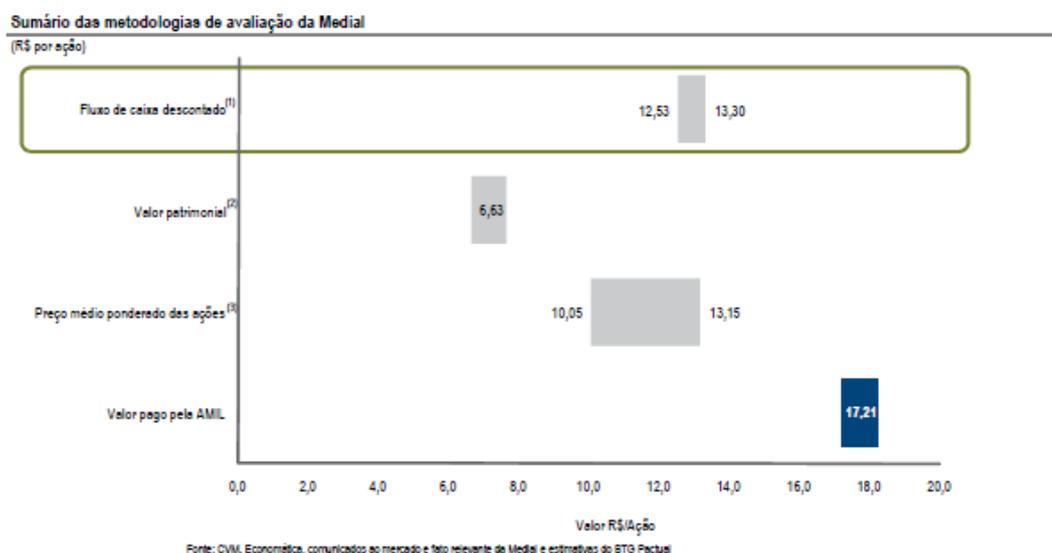


Figura 9 – Valoração das Ações

Fonte: BTG Pactual, 2009.

O FCD foi calculado com taxa financeira de 11,6%, e taxas de crescimento na perpetuidade de 2,5% a 3,5%, ambos em US\$ nominais. O valor patrimonial está indicado com base no patrimônio líquido contábil em 30/Set./09 e o preço médio ponderado das ações considera o intervalo de preço médio nos períodos de 30, 60, 90, 180 e 365 dias,

imediatamente anteriores à data da publicação do fato relevante – dia 19 de novembro de 2009. Os dados da Medial são:

a) descrição sucinta:

Breve Descrição

- Fundada em 1961, a Medial é um dos maiores prestadores de serviços de saúde suplementar no Brasil
- Opera cinco unidades de negócios (planos médico-hospitalares de rede referenciada, planos médico-hospitalares de rede preferencial, planos odontológicos, hospitais e diagnósticos)
 - Possui dez hospitais, 48 centros médicos e 61 unidades de diagnósticos, além de ampla rede credenciada
- Em 30 de setembro de 2009 o número total de beneficiários da Medial era de 1,8 milhão, sendo 1,5 milhão de planos médico-hospitalares e mais de 300 mil de planos odontológicos
- A Medial possui ações listadas na BMFBovespa sob o código MED13

Eventos Recentes

- Novembro de 2006: inauguração do Hospital Alvorada Taguatinga em Brasília
- Fevereiro de 2007: inauguração de quatro centros médicos em São Paulo (Santa Cruz, Interlagos, Lapa e Adolfo Pinheiro)
- Março de 2007: inauguração do primeiro centro médico fora de São Paulo, no Rio de Janeiro; completou a aquisição de 100% dos Laboratórios Endomed e aquisição da operadora odontológica da E-Nova
- Abril de 2007: conclusão da aquisição do Grupo Amesp, por R\$253 milhões
- Julho de 2007: anúncio de investimentos na construção de dois hospitais e um centro de diagnóstico em São Paulo
- Abril de 2008: celebração de contrato de compra do Grupo Saúde, operadora de Pernambuco com 79 mil beneficiários
- Junho de 2008: A UN Diagnósticos, empresa de medicina diagnóstica do Grupo Medial, estabelece parceria de longo prazo com a Amcare Labs Internacional, afiliada da Johns Hopkins Medicine International
- 2009: inauguração do Centro Médico da Lapa e início da construção do Hospital Alvorada Paulista

Figura 10 - Dados Gerais

Fonte: BTG Pactual, 2009.

b) Conselho Adm.e Dir. Executiva:

Conselho de Administração e Diretoria Executiva ⁽¹⁾

<p>▪ Conselho de Administração</p> <ul style="list-style-type: none"> - Edson de Godoy Bueno, Presidente do Conselho de Administração - Dulce Pugliese de Godoy Bueno, Vice-Presidente do Conselho de Administração - Jorge Ferreira da Rocha, Membro do Conselho de Administração - Gilberto João Ferreira da Costa, Membro do Conselho de Administração - Telmo Ferreira Pereira, Membro do Conselho de Administração - Gustavo Fernandes Moraes*, Membro do Conselho de Administração 	<p>▪ Diretoria Executiva</p> <ul style="list-style-type: none"> - Henning Von Koss, Presidente - Heraldo de Jesus Marques, Diretor de Plano Proteção - Claudio Martins Marote Junior, Diretor de Controle Técnico Operacional e UN Diagnósticos - Luiz Roberto Fonseca de Camargo, Diretor de Planos Conforto e Filiais
---	--

* Conselho Independente

Figura 11 - Composição Administrativa

Fonte: BTG Pactual, 2009.

d) Estrutura acionária:

	Número de Ações	% do Capital
Medial Participações S.A.	34.525.001	49,5%
Amil Assistência Médica Ltda.	1.695.000	2,4%
Outros	33.517.499	48,1%
Total	69.737.500	100,0%

Fonte: Website e relatórios da companhia

Figura 12 - Composição Acionária

Fonte: BTG Pactual, 2009.

d) Demonstrativo do Resultado e Cálculo do EBITDA (LAJIDA):

Demonstração de Resultados (Em R\$ milhões)	Período de 12 meses findos em:			Período de 9 meses findos em:	
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	30/09/2008	30/09/2009
Contraprestações líquidas	1.133,6	1.583,9	1.890,6	1.391,3	1.574,4
Varição das provisões técnicas	(16,9)	(2,2)	(15,1)	(14,5)	(3,1)
Tributos diretos de operações com planos de assist. à saúde	(13,6)	(25,2)	(27,6)	(22,0)	(18,4)
Contraprestações efetivas de operações de assistência à saúde	1.103,1	1.556,5	1.847,9	1.354,8	1.552,9
Eventos indenizáveis	(875,0)	(1.214,4)	(1.407,3)	(1.036,7)	(1.264,0)
Provisão para eventos ocorridos e não avisados	(9,8)	(12,9)	2,0	(2,5)	(54,1)
Recuperação de eventos indenizáveis	40,0	50,7	55,1	38,8	87,3
Recuperação de despesas com eventos indenizáveis	6,6	7,8	7,2	5,2	0,3
Eventos indenizáveis líquidos	(838,2)	(1.168,8)	(1.343,0)	(995,2)	(1.230,6)
Resultado das operações com planos de assist. à saúde	264,9	387,7	504,9	359,6	322,3
Outras receitas (despesas) operações de assist. à saúde não relat. com planos de saúde	(0,5)	2,7	(4,3)	(2,7)	(17,4)
Tributos diretos de outras atividades de assistência à saúde	(4,4)	(9,1)	(7,0)	(5,9)	(4,8)
Resultado bruto	260,0	381,3	493,6	350,9	300,1
Despesas de comercialização	(61,4)	(80,2)	(117,2)	(80,7)	(107,9)
Despesas de vendas, gerais e administrativas	(180,4)	(215,0)	(316,9)	(222,2)	(267,3)
Outras receitas (despesas) operacionais	(29,2)	(66,7)	(35,7)	(12,6)	(44,1)
Resultado operacional	(11,0)	19,4	23,8	35,4	(119,2)
Resultado financeiro	24,8	41,0	37,5	27,5	30,1
Resultado patrimonial	0,2	(35,0)	(54,3)	(40,3)	(1,5)
Resultado não operacional	0,9	-	-	-	-
Resultado antes dos impostos	14,9	25,4	7,0	22,5	(90,6)
Impostos de renda e contribuição social	(5,0)	(6,0)	(7,2)	(7,5)	25,2
Lucro (prejuízo) líquido do período	9,9	19,4	(0,2)	15,0	(65,4)
EBITDA Ajustado ⁽¹⁾	68,9	76,2	93,6	84,6	(67,4)

Fonte: Demonstrações Financeiras da Medial, CVM. Demonstrações financeiras consolidadas da Medial, auditadas pela Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes ("Deloitte") para os períodos de 12 meses findos em 31 de dezembro de 2006, 2007 e 2008 e de 9 meses findos em 30 de setembro de 2008 e 2009

Nota:

1 Resultado operacional acrescido das despesas de depreciação e amortização e ajustado pela variação das provisões técnicas, pela receita por recebimento em atraso, pela participação de funcionários sobre o lucro e e por eventos não recorrentes

Figura 13 - Demonstrativo Resultado e do EBITDA

Fonte: BTG Pactual, 2009.

e) Análise Sintética – Atuarial do BP:

Os dados do Balanço Patrimonial permitem uma série de análises e avaliações, todavia, nosso objetivo é de comentar os aspectos mais específicos ao tipo de atividade, que é a gestão do risco e como, isto, se repercutiu nas apresentações contábeis. Vejamos os dados da Medial, observando que 2009 é parcial:

ATIVO (Em R\$ milhões)	Exercício findo em:			
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	30/09/2009
Circulante	583,3	340,0	347,7	349,6
Disponível	4,4	9,0	9,8	6,0
Aplicações financeiras	516,2	235,1	193,1	190,9
Créditos de operações com planos de assistência à saúde - contraprestações pecuniárias	22,1	34,6	54,7	44,3
Créditos operacionais de prestação de serviços de assistência à saúde	5,5	14,5	16,6	20,1
Títulos e créditos a receber	32,3	39,8	63,1	78,7
Outros valores e bens	2,8	6,9	10,4	9,7
Não circulante				
Realizável a longo prazo	12,6	26,5	41,2	55,4
Títulos e créditos a receber	5,0	20,0	27,0	37,6
Valores e bens	7,5	6,5	14,2	17,9
Permanente	124,9	533,5	548,2	558,4
Total do Ativo	720,8	900,0	937,1	963,4

Fonte: Demonstrações Financeiras da Medial, CVM. Demonstrações financeiras consolidadas da Medial, auditadas pela Deloitte para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2006, 2007 e 2008 e 30 de setembro de 2009

Figura 14 - Composição do Ativo

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Com base neste demonstrativo, apesar de parcial, observa-se que houve uma acentuada imobilização em 2007, com redução das aplicações. Ao compararmos com os dados contidos no Passivo fica evidente a influência do perfil da empresa (fato que desejamos destacar):

PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO (em R\$ milhões)	Exercício findo em:			
	31/12/2006	31/12/2007	31/12/2008	30/09/2009
Circulante	188,2	291,9	320,2	396,9
Provisões técnicas de operações de assistência à saúde	41,8	121,9	135,2	192,4
Fornecedores	91,2	74,8	99,9	110,6
Débitos de Operações de assistência à saúde da operadora	2,3	5,5	8,8	6,1
Débitos de operações de assist. à saúde não reles. com plano de saúde	0,1	0,1	0,1	-
Tributos e contribuições a recolher	9,7	24,9	27,2	27,4
Empréstimos e financiamentos a pagar	3,5	8,1	5,3	4,6
Provisões	24,2	28,7	29,9	45,8
Outros	15,3	27,9	13,9	9,9
Exigível a Longo Prazo	25,3	82,5	87,1	104,2
Provisões técnicas de operações de assistência à saúde	0,3	0,3	0,2	0,2
Débitos de operações de assist. à saúde não reles. com plano de saúde	1,8	0,8	0,0	-
Empréstimos e financiamentos a pagar	9,7	9,4	4,9	1,5
Provisões	13,6	52,7	61,7	61,3
Outras exigibilidades de longo prazo	-	19,3	20,2	21,3
Patrimônio Líquido	507,3	525,5	529,8	462,3
Capital social	506,3	508,1	511,9	511,9
Reserva de capital	-	0,2	0,7	1,4
Reserva de reavaliação	12,9	27,3	25,7	24,8
Lucro / (prejuízos) acumulados	(11,9)	(10,1)	(8,6)	(75,8)
Total do Passivo e Patrimônio Líquido	720,8	900,0	937,1	963,4

Fonte: Demonstrações Financeiras da Medial, CVM. Demonstrações financeiras consolidadas da Medial, auditadas pela Deloitte para os exercícios findos em 31 de dezembro de 2006, 2007 e 2008 e 30 de setembro de 2009.

Figura 15 - Composição do Passivo e do PL

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Nota-se que um dos principais itens do Passivo – origem dos recursos – é o atinente às Provisões Técnicas, que se constitui em uma conta específica para registrar os compromissos futuros à pagar deste tipo de atividade – gestão de risco. Analisando estes dados com o Demonstrativo de Resultados indicado anteriormente, constata-se que a sinistralidade (custo dos atendimentos assistenciais sobre a receita correspondente) alterou-se substancialmente, ou seja, ocorreram alterações no volume de negócios (receita) e o volume de desembolso com o produto permaneceu na mesma proporção média, fato este importante, pois pressupõe uma constância nos princípios de subscrição – *underwriting*, figura esta primordial para a análise e valoração dos fluxos futuros de uma empresa deste segmento. Logo, seu PL Futuro também decorrerá deste perfil.

As premissas macroeconômicas até 2020¹⁸ que serviram de base para os cálculos da valoração da Medial, realizado em 11/dez./2009, são as seguintes:

	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Produto Interno Bruto												
Crescimento real do PIB	(0,2%)	5,1%	4,4%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%	4,3%
Índice de Preços												
IPCA	4,3%	4,4%	4,6%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%	4,4%
IGP-M	(1,3%)	4,5%	4,7%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%	4,6%
Inflação EUA ⁽¹⁾	(0,5%)	1,2%	1,3%	1,9%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%	2,5%
Taxa de Câmbio												
Final do período (R\$/US\$)	1,73	1,75	1,83	1,87	1,89	1,92	1,96	2,00	2,03	2,07	2,11	2,15
Média (R\$/US\$)	1,99	1,74	1,82	1,85	1,88	1,91	1,94	1,98	2,01	2,05	2,09	2,13
Juros												
Selic - Média	9,8%	9,7%	10,4%	10,5%	10,0%	10,1%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%	9,9%

Como as projeções do Focus são divulgadas até o ano de 2013, a partir de 2014 as projeções foram mantidas constantes nos níveis de 2013, exceto para a taxa de câmbio que foi ajustada para refletir a manutenção da paridade do poder de compra entre as moedas dos EUA e do Brasil

Fonte: Relatório Focus do Banco Central de 11 de dezembro de 2009
 Notas:
 1 - Fonte: Economist Intelligence Unit, em 05 de novembro de 2009

Figura 16 – Premissas Projeção 10 anos

Fonte: BTG Pactual, 2009.

f) Cálculo do FCD – Valoração:

As etapas do cálculo da valoração são as seguintes:

- Método de avaliação: FCD – Fluxo de Caixa Desalavancado, com projeção dos fluxos de caixa desalavancados, os quais são descontados pelo custo médio ponderado de capital da empresa (WACC), para o cálculo do valor presente;
- Unidade de valor: as projeções foram efetuadas em R\$ nominais e o fluxo de caixa desalavancado é convertido, anualmente, para US\$ para ser descontado;
- Fluxo de Caixa Descontado – FCD: a data base considerada foi de 31/dez./09, com os fluxos de caixa futuros trazidos valor presente desta data, considerando um prazo de projeção de 2010 a 2020. Admite-se ainda que os fluxos são gerados ao longo do ano (*mid-year convention*), tendo, por fim o FCD em US\$ nominais;

¹⁸ Em 13 de outubro de 2010 o IPEA divulgou o Estudo n. 64 que reformulou as expectativas demográficas do país, item importante para a análise dos ativos deste setor – OPS.

- Principais Premissas:

Macroeconômicas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Cenário macroeconômico do Relatório Focus do Banco Central datado de 11 de dezembro de 2009, <i>Economist Intelligence Unit</i> datado de 5 de novembro de 2009 e estimativas BTG Pactual
Número de beneficiários	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Para o número de beneficiários foi utilizada premissa da Medial, com base no histórico de crescimento do segmento de saúde suplementar (informações de disponíveis na ANS) e crescimento populacional ▪ Conforme premissas adotadas pela Companhia, o ano de 2010 será um ano de reestruturação da carteira, com crescimento moderado ▪ O crescimento foi estimado no número de beneficiários final e estrefificado em novas vendas e cancelamentos
Preços	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Para os últimos 3 períodos de 2009 foi utilizado preço-base de setembro que já contempla reposicionamento de preço ▪ A partir de 2010 o preço-base para projeção foi ajustado conforme a inflação anual, em linha com o plano de negócios da Medial
Contraprestações líquidas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contraprestações líquidas foram calculadas com base no número de beneficiários médio do ano (média simples entre os beneficiários do início do período e do final do período) e preço médio
Contraprestações efetivas	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Contraprestações efetivas foram calculadas com base nas contraprestações líquidas descontadas: <ul style="list-style-type: none"> - Tributos diretos operações planos de assistência saúde: com base na média dos últimos 3 anos das contraprestações líquidas, conforme premissa da Medial - Variação das provisões técnicas: com base na variação da provisão de risco de benefícios concedidos
Eventos indenizáveis líquidos⁽²⁾	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Eventos indenizáveis foram calculados com base no histórico da Medial e premissas da companhia <ul style="list-style-type: none"> - Para 2010 a Medial estima que sua base de eventos indenizáveis estará entre 77% a 79% - Para a projeção dessa métrica foram utilizadas projeções da Medial com base no histórico e análise da Companhia de empresas comparáveis do setor ▪ Dedução dos eventos indenizáveis: <ul style="list-style-type: none"> - Provisão para eventos ocorridos e não avisados calculada com base na variação da PEONA⁽¹⁾ - Recuperação de eventos indenizáveis e de despesas calculada com base na média histórica e premissa da Medial
Despesas com vendas, gerais e administrativas⁽³⁾	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Despesa de comercialização <ul style="list-style-type: none"> - Custo de corretagem calculado com base no percentual histórico sobre as vendas novas da Medial - Custo de marketing: a partir de 2011 custo adicional de 1,5% das contraprestações líquidas de esforço de marketing ▪ Despesas administrativas: calculadas com base na despesa histórica ajustadas conforme a inflação anual para cada ano e percentual fixo e variável, conforme plano da Medial, incluindo: <ul style="list-style-type: none"> - Custo não recorrente de R\$25 milhões em 2010 em razão de reestruturação - Redução de custo a partir de 2011 de R\$39 milhões ajustado conforme a inflação anual para cada ano
Provisões	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Provisão de risco e de benefícios concedidos: estimada com base no percentual histórico da provisão de risco sobre as contraprestações líquidas ▪ Provisão de eventos ocorridos e não avisados – PEONA: calculada conforme a regra de ANS conforme os parâmetros: <ul style="list-style-type: none"> - O máximo entre (i) 9,5% das contraprestações líquidas dos últimos 12 meses e (ii) 12,0% dos eventos indenizáveis dos últimos 36 meses - Com base na orientação da Medial, o resultado do parâmetro acima foi ajustado com base no percentual médio histórico de deduções das provisões totais estimadas para as efetivas
Investimentos	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Estimados em R\$60 milhões para 2010, conforme plano da Medial. Contemplando R\$40 milhões de investimento em manutenção e R\$20 milhões para término do Hospital Alvorada Paulista ▪ Para os anos seguintes estimados em R\$40 milhões de manutenção ajustado conforme a inflação anual, conforme plano da Medial
Depreciação e amortização	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Calculadas com base no cronograma de depreciação do ativo imobilizado e premissas de novos investimentos
Imposto de renda e contribuição social	<ul style="list-style-type: none"> ▪ O imposto de renda e contribuição social foram calculados conforme a taxa base aplicável à indústria de 34% acrescidos de créditos gerados por eventuais prejuízos projetados e prejuízos acumulados
Valor terminal	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Modelo de crescimento na perpetuidade de Gordon⁽²⁾ em 2020 ▪ Assume uma taxa de crescimento entre 2,5% e 3,5% em US\$ nominais na perpetuidade, equivalente a um crescimento real projetado de 0% a 1% ao ano
Taxa de desconto	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Taxa de desconto calculada com base em: (i) beta desalavancado da Amil, (ii) estrutura alvo de capital com base em discussões com a administração da Medial, (iii) risco-país e (iv) prêmio de risco de mercado⁽³⁾

Nota:

1 As despesas aqui contempladas foram projetadas em bases que excluem despesas de depreciação e amortização

2 Estimado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento, utilizando o Modelo de Crescimento Constante ou Modelo de Gordon conforme a equação demonstrada no Apêndice A

3 Long-horizon expected equity risk premium (historical) - relatório Ibbotson de 2009

Figura 17 - Premissas Adotadas

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Observa-se que a Provisão de Eventos Ocorridos e Não Avisados (PEONA) foi calculada de forma global, ou seja, por parâmetros médios de mercado, fixados pela ANS, não representando necessariamente a realidade da Operadora (tecnicamente é uma falha atuarial).

Taxa de Desconto – Análise do Beta:

Companhias do Setor de Saúde	Preço por Ação	# de Ações (milhões)	Valor das Ações	Dívida Líquida	Dívida/Valor das Ações (%)	Alíquota de Imposto (%)	Fator de Alavancagem ⁽¹⁾	Beta Alavancado ⁽²⁾	Beta Desalavancado ⁽³⁾
Brasileiras									
	R\$		R\$ milhões	R\$ milhões					
Amil Participações SA	14,0	360,4	5.045,9	(1.018,7)	-20,2%	34,0%	0,87	0,76	0,88
Medial Saúde SA	17,2	69,1	1.187,7	(171,5)	-14,4%	34,0%	0,90	0,44	0,49
Odontoprev S.A.	57,9	25,5	1.476,2	(191,8)	-13,0%	34,0%	0,91	0,39	0,42
Média									0,60
Internacionais									
Nacionais:									
	US\$		US\$ milhões	US\$ milhões					
Aetna Inc.	32,5	433,5	14.093,1	1.918,9	13,6%	40,0%	1,08	1,15	1,06
CIGNA Corp.	35,8	273,4	9.789,0	1.730,0	17,7%	40,0%	1,11	1,51	1,37
UnitedHealth Group, Inc.	31,5	1.162,0	36.650,0	1.655,0	4,5%	40,0%	1,03	1,29	1,25
WellPoint Inc.	58,3	458,3	26.726,2	7.020,0	26,3%	40,0%	1,16	1,04	0,90
Média Nacional									1,15
Regionais									
	US\$		US\$ milhões	US\$ milhões					
Coventry Health Care Inc.	36,6	148,7	5.634,6	17,1	0,3%	47,0%	1,09	1,54	1,54
Humana Inc.	43,5	169,8	7.392,8	427,8	5,8%	40,0%	1,03	1,11	1,07
Health Net Inc.	23,6	103,9	2.447,6	155,0	6,3%	40,0%	1,04	0,97	0,93
Média Regional									1,19
Média Geral									0,99

O BTG Pactual considera a Amil Participações AS (Amil) como a melhor comparável para o beta desalavancado a ser utilizado no cálculo de taxa de desconto da Medial devido a:

- Mesmo mercado de atuação
- Modelo de negócios similar, incluindo perfil de portfólio de produtos
- Mesma legislação aplicável
- Maior liquidez e menor volatilidade no volume de negociação gerando melhor representatividade do beta
 - A média do volume negociado das ações de Amil nos últimos 180 dias da data imediatamente anterior à publicação do anúncio de transação era 50% maior se comparada à média do volume negociado de ações da Medial no mesmo período e em se considerando a mesma média para 30 dias anteriores à publicação e média do volume negociado de Amil ultrapassa o dobro da média do volume negociado da Medial⁽⁴⁾
- Não se considerou a Odontoprev devido ao foco em planos odontológicos que representam parcela minoritária do portfólio de Medial
- Não foram consideradas as companhias internacionais pelos pontos citados acima, o que penalizaria a avaliação da companhia

Fonte: Bloomberg e Capital IQ em 16 de dezembro de 2009
 Notas:
 1 Fator de alavancagem = $(1 + (1 - \text{alíquota de imposto}) * \% \text{ de dívida} / \text{valor das ações})$
 2 Beta alavancado: calculado com base no beta desalavancado e dados de análises de regressão usando o preço da ação e o índice de benchmark nas últimas 104 semanas. Fonte: Capital IQ
 3 Beta desalavancado = Beta alavancado / Fator de alavancagem
 4 Fonte: Economática

Figura 18 - Parâmetro BETA

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Cálculo da Taxa de Desconto – Custo Médio Ponderado de Capital (WACC):

Companhias do Setor de Saúde	Preço por Ação	# de Ações (mm)	Valor das Ações	Dívida Líquida	Dívida/Valor das Ações (%)	Alíquota de Imposto (%)	Fator de Alavancagem	Beta Alavancado	Beta Desalavancado
Amil Participações SA	14,0	360,4	5.045,9	(1.018,7)	-20,2%	34,0%	0,87	0,76	0,88

Taxa Livre de Risco, Prêmio de Risco-país e de Risco de Mercado	
Taxa Livre de Risco EUA (Rf)	3,43%
Prêmio de Risco-país (CPI)	2,44%
Prêmio de Risco Esperado do Mercado Aclonário (PRM)	6,50%

Custo de Capital Próprio - Ke (US\$ nominal)	
Taxa Livre de Risco EUA (Rf) ⁽¹⁾	3,5%
Prêmio de Risco-país ⁽²⁾	2,4%
Prêmio de Risco Esperado do Mercado Aclonário (PRM) ⁽³⁾	6,5%
Beta Desalavancado	0,88
Alíquota de Imposto	34,0%
Estrutura Alvo de Capital [Dívida / Equity]	0,0%
Fator de Alavancagem	1,00
Beta "Re-alavancado" ⁽⁴⁾	0,88
Custo de Capital Próprio - Ke (US\$ nominal)⁽⁵⁾	11,6%

Custo Médio Ponderado de Capital - WACC (US\$ nominal)	
Custo da dívida antes dos impostos (US\$ nominal)	n.a.
Custo da dívida pós impostos (US\$ nominal)	n.a.
Dívida / (Dívida + Equity) Alvo	0,0%
Equity / (Dívida + Equity) Alvo	100,0%
Custo Médio Ponderado de Capital - WACC (US\$ nominal)⁽⁶⁾	11,6%

Fonte: Bloomberg e Capital IQ em 16 de dezembro de 2009
 Notas:
 1 Taxa livre de risco EUA calculada com base na média do retorno do US 10-year treasury bond nos últimos 6 meses finais em 16 de dezembro de 2009
 2 Prêmio de risco-país (CPI) calculado com base na média do EMER+ Brasil nos últimos 6 meses finais em 16 de dezembro de 2009
 3 Long-horizon expected equity risk premium (historical) - relatório Ibbotson de 2009
 4 Beta "Re-alavancado": Beta * Fator de Alavancagem
 5 Custo do Capital Próprio (Ke) = taxa livre de risco EUA + beta "re-alavancado" * (prêmio de risco esperado do mercado acionário) + prêmio de risco-país
 6 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) = custo da dívida pós impostos * (dívida / (dívida + equity)) + custo do equity * (equity / (dívida + equity))

Figura 19 - Parâmetro WACC – Custo Médio Ponderado do Capital

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Logo, verifica-se que o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC), em US\$ nominais, é de 11,6%. Complementando as projeções, observamos que o número de Beneficiários e o preço médio, segmentados por tipo de Plano: médico-hospitalar; e Odontológico, conforme abaixo indicado:

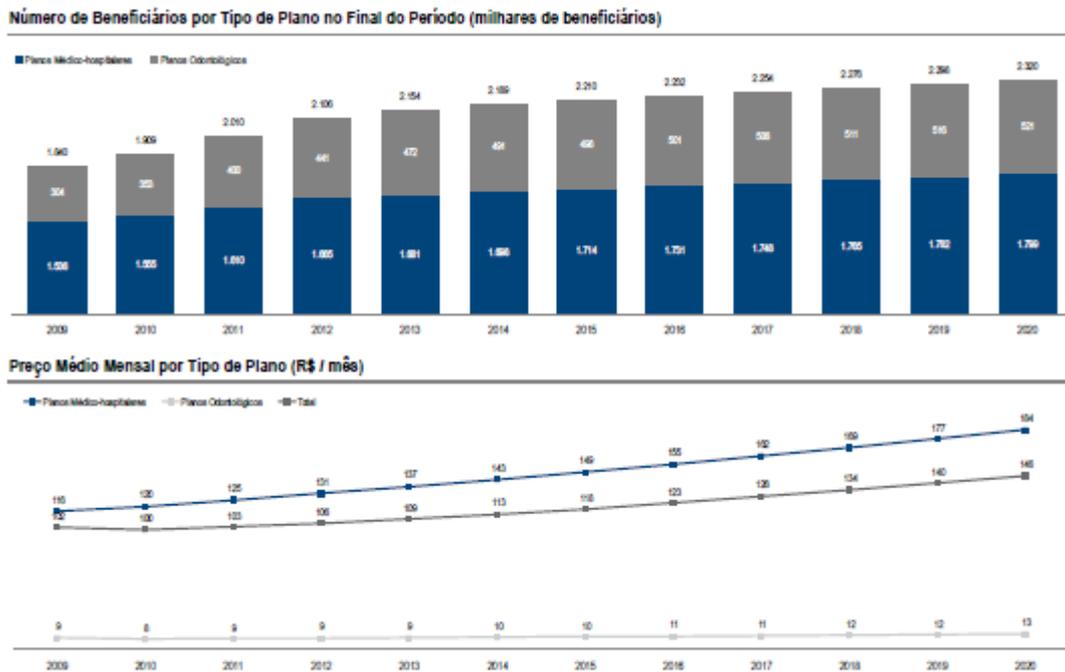


Figura 20 - Evolução dos Beneficiários
Fonte: BTG Pactual, 2009.

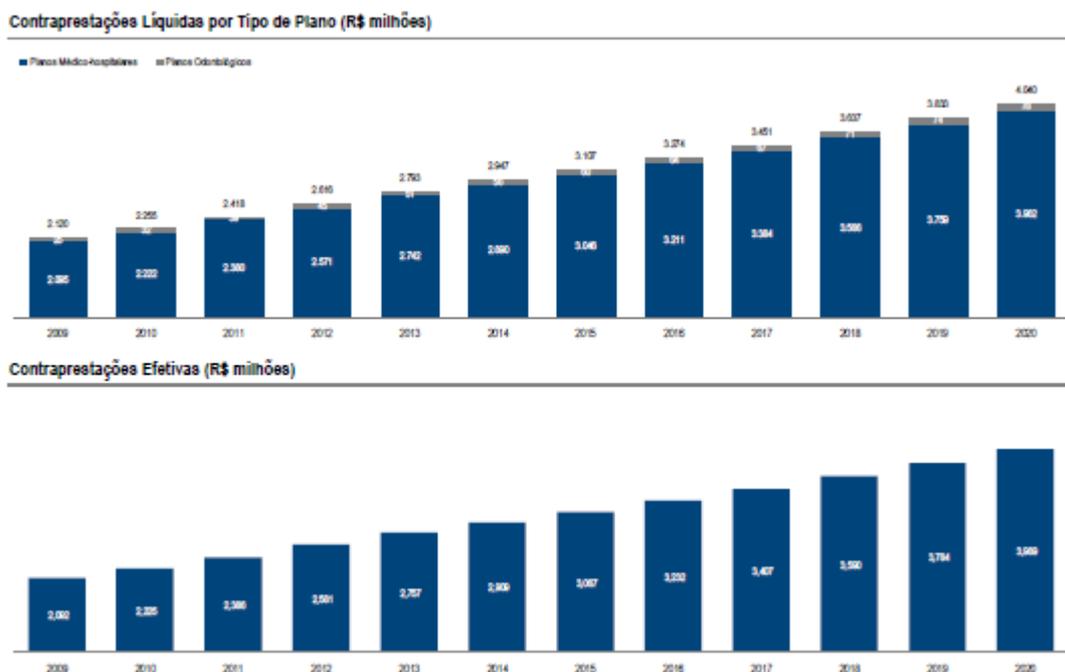


Figura 21 - Evolução das Contraprestações (Receita)
Fonte: BTG Pactual, 2009.

A evolução do custo assistencial e dos encargos de venda, tais como comissões de intermediação ou de agenciamento, estão assim definidas:

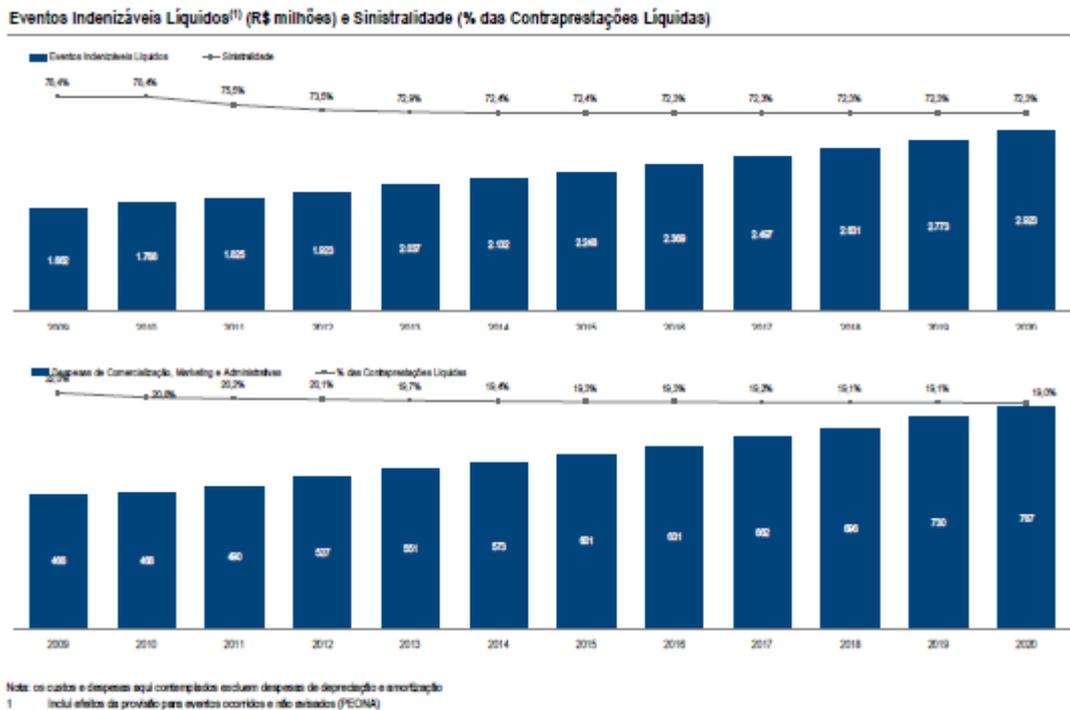


Figura 22 - Evolução dos Custos Assistenciais
Fonte: BTG Pactual, 2009.

O resumo das projeções operacionais e financeiras => EBITDA (LAJIDA) e LL:

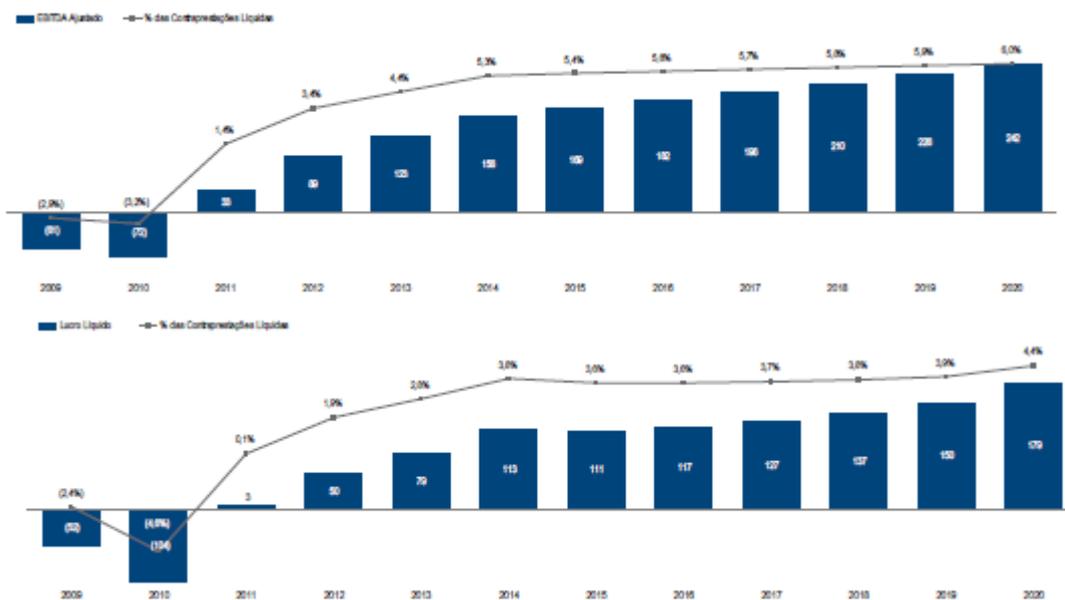
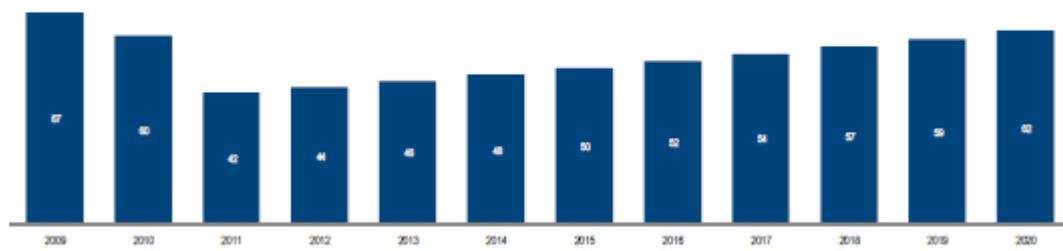


Figura 23 - Evolução do EBITDA e LL
Fonte: BTG Pactual, 2009.

Investimentos (R\$ milhões)



Depreciação e Amortização (R\$ milhões)

Depreciação e Amortização (R\$ milhões)

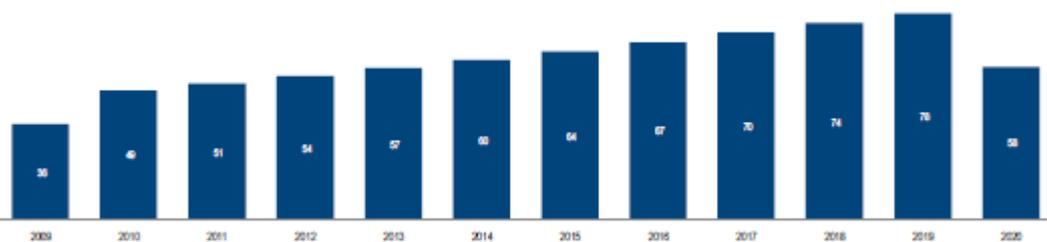


Figura 24 - Evolução dos Investimentos

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Resumindo, chegamos aos valores anteriormente indicados, quais sejam:

Fluxo de Caixa para a Empresa (R\$ milhões, exceto quando indicado)

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	Perpetuidade
EBITDA	84	20	75	109	140	156	166	182	196	212	228	228
(-) Receitas por recebimento em atraso	9	9	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
(-) Depreciação e amortização	(46)	(51)	(54)	(57)	(60)	(64)	(67)	(70)	(74)	(78)	(82)	(82)
Resultado Operacional (EBIT)	(124)	(22)	31	61	90	102	111	121	132	144	156	156
(-) Impostos	-	-	(8)	(17)	(25)	(34)	(38)	(41)	(45)	(48)	(51)	(51)
Resultado Operacional Após Impostos (NOPAT)	(124)	(22)	23	44	65	68	74	80	87	96	105	105
(-) Variação provisões técnicas e FICDAR	12	15	18	16	14	15	15	16	17	18	19	19
(+/-) Variação do capital de giro	2	1	1	2	1	3	3	3	3	3	4	4
(-) Depreciação e amortização	46	51	54	57	60	64	67	70	74	78	82	82
(-) Investimentos	(83)	(10)	(44)	(45)	(46)	(51)	(52)	(54)	(57)	(60)	(62)	(62)
Fluxo de Caixa Livre para a Empresa - FCFE (R\$ mil)	(121)	4	32	74	94	99	107	116	125	135	137	137
Fluxo de Caixa Livre para a Empresa - FCFE (R\$ mil)	(121)	4	32	74	94	99	107	116	125	135	137	137
Fluxo de Caixa Livre para a Empresa - FCFE (US\$ mil)	(86)	2	23	53	68	71	77	84	91	98	100	100

Valor Econômico pelo Método do Fluxo de Caixa para a Empresa Descontado

Com base no critério do valor econômico pelo método do fluxo de caixa para a empresa descontado, em 31/12/2009 o valor das ações da Medial é de R\$12,53 a R\$13,30 por ação⁽¹⁾

Crescimento na perpetuidade (US\$ nominais)	2,5%	2,8%	3,0%	3,3%	3,5%
Custo de capital (US\$ nominais)	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%	11,6%
Valor de empresa (R\$mm)	\$682,7	\$695,0	\$708,0	\$721,8	\$736,5
(-) Dívida líquida (caixa líquido) (R\$mm)	(\$190,8)	(\$190,8)	(\$190,8)	(\$190,8)	(\$190,8)
Valor do equity (R\$mm)	\$873,5	\$885,8	\$898,8	\$912,7	\$927,3
Número de ações (milhões)	69,7	69,7	69,7	69,7	69,7
Preço por Ação (R\$/ação)	\$12,53	\$12,70	\$12,89	\$13,09	\$13,30

Figura 25 - Evolução do Fluxo de Caixa

Fonte: BTG Pactual, 2009.

cpd – como queríamos demonstrar.

Já o valor patrimonial leva ao seguinte valor contábil da opção:

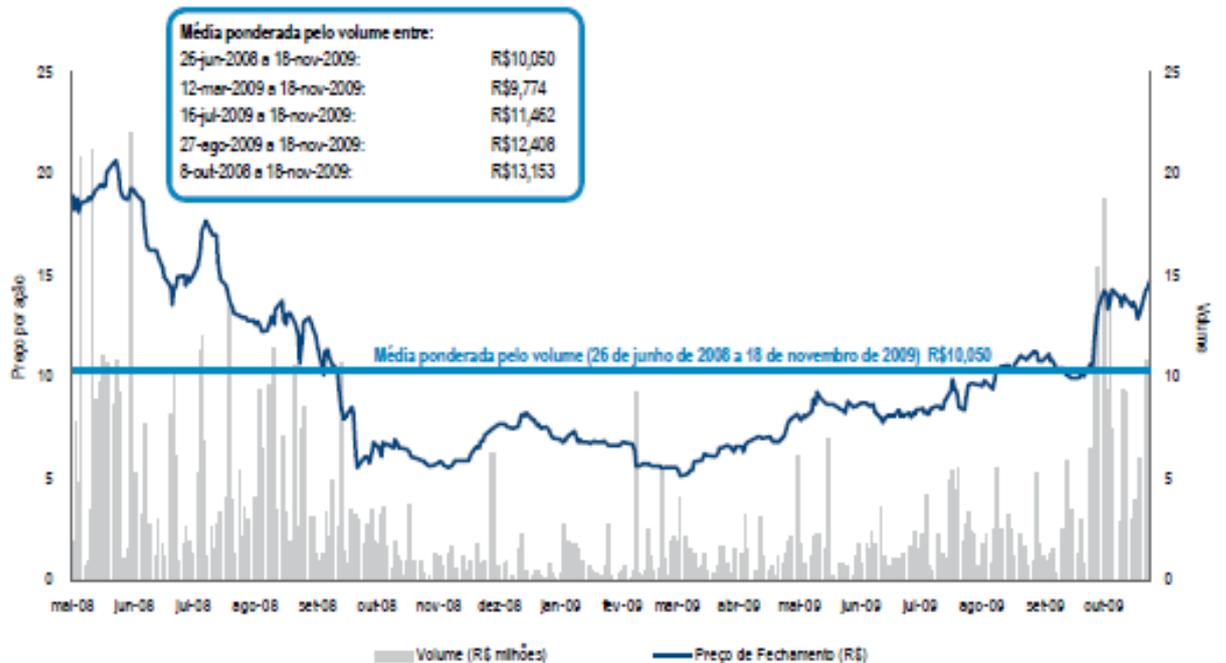
Valor Patrimonial	
Em 30 de setembro de 2009	
(R\$ milhões a menos que indicado)	
Ativos totais	953,4
(-) Passivos totais	501,1
(-) Participação dos minoritários	0,0
= Patrimônio líquido	452,3
Número de ações (milhões) ⁽¹⁾	69,7
R\$/ação	6,63

Figura 26 - Valor Contábil da Ação

Fonte: BTG Pactual, 2009.

O preço médio ponderado pelo volume de negociação das ações – VWAP, é dado por:

Preço das ações da Medial (MEDI3) na BOVESPA
(R\$ por ação e R\$ milhões)



Fonte: Economática, em 18 de novembro de 2009

Figura 27 - Variação no valor da Ação

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Preço médio ponderado pelo volume de negociação das ações cotadas na BOVESPA

(R\$ menos que indicado)

Período de 365 dias imediatamente anterior à publicação do fato relevante ⁽¹⁾				
VWAP	26 junho, 2008	18 novembro, 2009		10,050
Número de ações (milhões) ⁽²⁾				69,7
Valor de Mercado (R\$ milhões)				700,9
Período de 180 dias imediatamente anterior à publicação do fato relevante ⁽¹⁾				
VWAP	12 março, 2009	18 novembro, 2009		9,774
Número de ações (milhões) ⁽²⁾				69,7
Valor de Mercado (R\$ milhões)				681,7
Período de 90 dias imediatamente anterior à publicação do fato relevante ⁽¹⁾				
VWAP	16 julho, 2009	18 novembro, 2009		11,462
Número de ações (milhões) ⁽²⁾				69,7
Valor de Mercado (R\$ milhões)				799,4
Período de 60 dias imediatamente anterior à publicação do fato relevante ⁽¹⁾				
VWAP	27 agosto, 2009	18 novembro, 2009		12,408
Número de ações (milhões) ⁽²⁾				69,7
Valor de Mercado (R\$ milhões)				865,4
Período de 30 dias imediatamente anterior à publicação do fato relevante ⁽¹⁾				
VWAP	8 outubro, 2009	18 novembro, 2009		13,153
Número de ações (milhões) ⁽²⁾				69,7
Valor de Mercado (R\$ milhões)				917,3

Figura 28 - Evolução na Bovespa

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Demonstrando o modelo de avaliação, através de um fluxo de caixa da empresa, *FREE FLOW TO FIRM* (FCFF), temos:

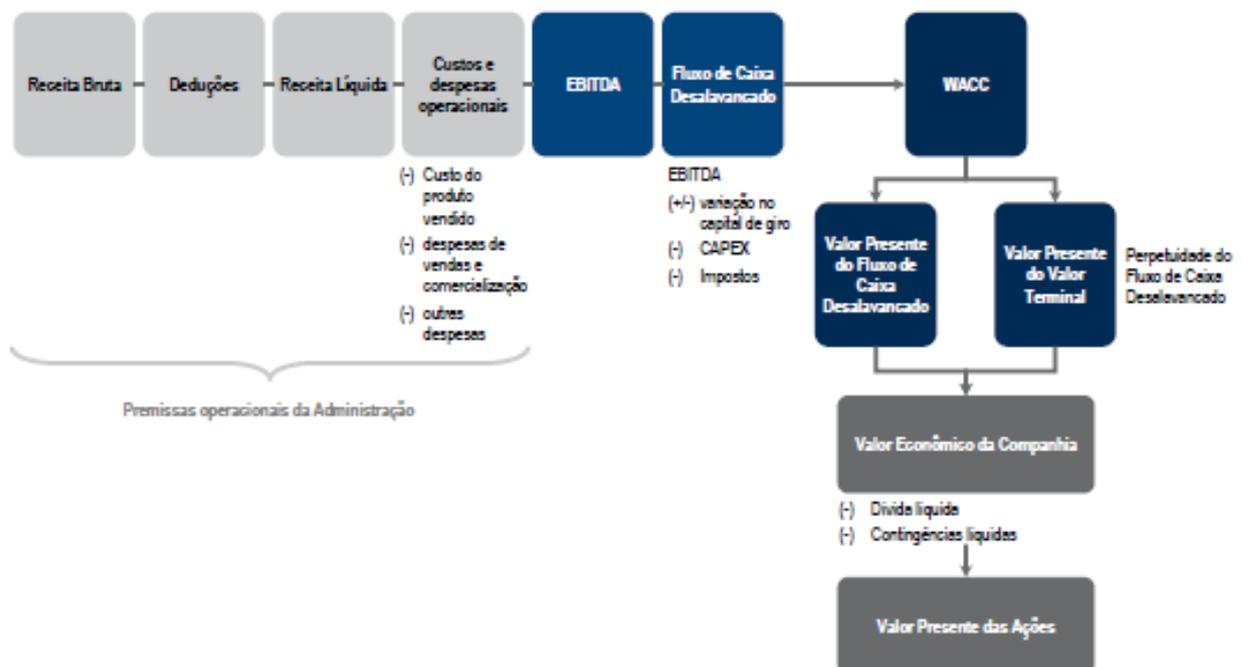


Figura 29 - FCFF

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Conduzindo ao cálculo do WACC, pela combinação do capital próprio – K_e e do custo da dívida – K_d , estimados para a empresa analisada, considerando uma estrutura alvo de capital, sendo:

- K_e : estimado pelo avaliador, a partir do modelo Capital Asset Pricing Model (CAPM), ajustado ao risco-país; e
- K_d : estimado pelo avaliador, considerando o risco de crédito e a situação do mercado de dívida.

Onde:

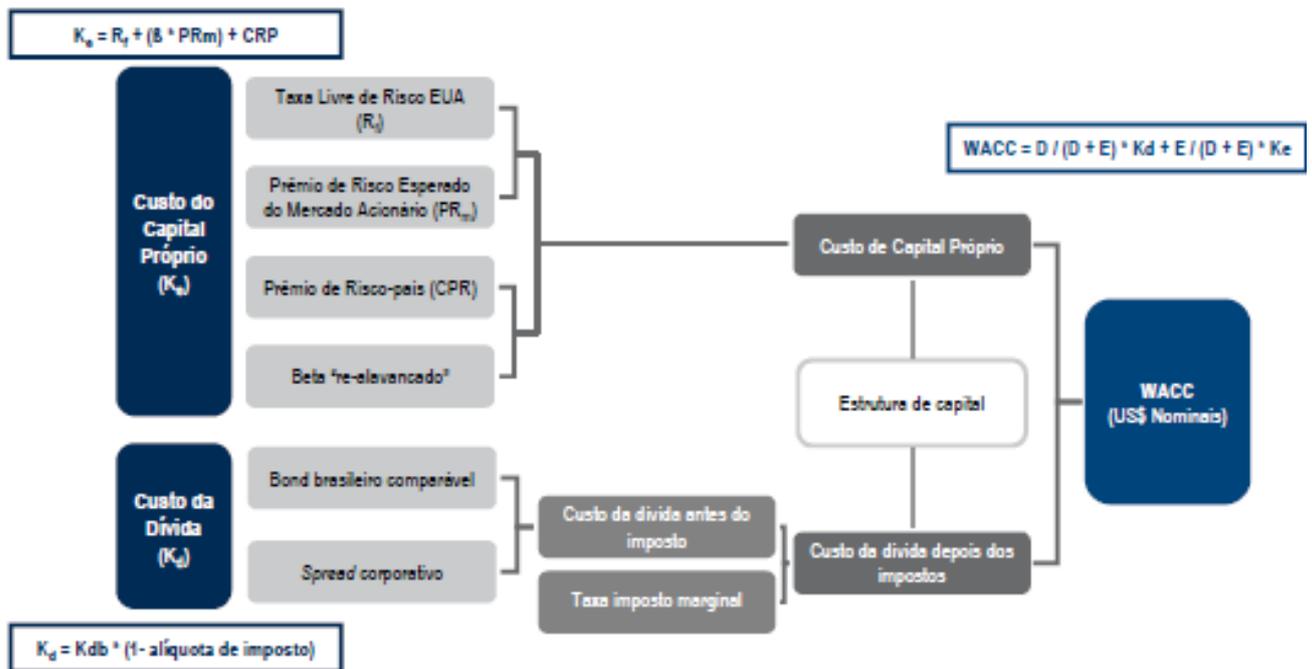


Figura 30 - WACC

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Conduzindo ao modelo final de crescimento constante ou modelo utilizado no cálculo da perpetuidade, que é dado por:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCL(n) \times (1+g)}{WACC - g}$$

- FCL(n): Fluxo de caixa livre no último ano projetado
- "g": taxa de crescimento constante dos fluxos de caixa do período pós projetado
- WACC: custo de capital médio ponderado pela estrutura alvo de capital

Apenas como complemento à formal demonstração acima, é importante destacar que os dados e informações foram estruturadas segundo o previsto na Instrução 361/02 da CVM, com vistas ao atendimento do disposto no art. 254-A da lei 6.404/76, que neste caso referia-se a oferta pública para aquisição de ações ordinárias sob código MEDI3, de emissão da Medial Saúde S. A., negociadas na BM&FBOVESPA S/A, num total de 51,93%. Salienta-se

também que o item III, do anexo III, da Instrução CVM 436 exige que as informações contidas na avaliação devem basear-se nas demonstrações auditadas e pelas informações gerenciais relacionadas e apresentadas pela administração, por meio de fontes públicas. O uso destes dados deve observar o previsto na CVM 361/02, como já apontado.

Após esta apresentação da adquirida Medial Saúde S/A e os objetivos e estruturação da AMIL para esta aquisição, dentre outras que ocorreram, resumidos apenas nesta fase, objetivando manter o foco deste trabalho. Vamos verificar como ficou a valoração da adquirente, especialmente frente à figura de ter pago um valor mais elevado por ação, frente aos níveis calculados, conforme anteriormente demonstrado.

4.1.4 AMIL: Cronologia dos Principais Itens

A cronologia dos principais itens pode ser assim resumida:

- a) 1978: inauguração da AMIL, já com 3 (três) hospitais adquiridos por Edson Bueno;
Obs.: neste período, o setor de saúde suplementar não era regulamentado.
- b) 1983: passa a oferecer atendimento 24 horas, in interruptamente (sete dias por semana);
- c) 1993: lançamento das franquias AMIL no Brasil e do AMIL Resgate Saúde;
- d) 1995: inicia o processo de internacionalização da AMIL, na Argentina e EUA; e criação do programa de medicamentos e da rede de farmácias;
Obs.: publicada a Lei 9.656/98, dando início ao processo de regulamentação do Setor.
- e) 1999: inauguração do produto Total Care, primeira unidade médica multidisciplinar do país, em São Paulo;
Obs.: criação da ANS – Agência Reguladora do Segmento Privado de Saúde Suplementar, em 2000.
- f) 2002: aquisição da AMICO, em São Paulo;
- g) 2004: implantação do conceito de “gestão de saúde”, baseado nos pilares: saber, prever, prevenir e tratar;
- h) 2007: abertura do capital na Bovespa e aquisição da Ampla, Life System, Clinihauer e Blue Life;
- i) 2009: aquisição da Medial Saúde.

Em termos operacionais a holding do Grupo Amil – Amilpar, apresenta os seguintes números:

- a) receita operacional ajustada no período de Jan. – Set./09: de R\$ 3,6 bilhões, ao incluir a receita da Medial este valor pula para R\$ 7,0 bilhões;
- b) o Lucro Líquido (LL) ajustado, também no período de Jan. – Set./09 é de R\$ 173 milhões;
- c) o número de funcionários, após a aquisição da Medial, é de 17 mil;
- d) o número de Beneficiários (clientes) é de 4,2 milhões em planos de assistência à saúde e 986 mil Beneficiários em planos odontológicos;
- e) possui 23 hospitais, com o total de 2.715 leitos e 98 centros médicos (pontos de atendimentos), dos quais 9 (nove) tem origem na aquisição da Medial, sendo que 1 (um) hospital que veio com a aquisição da Medial, foi fechado, e mais 3 (três) hospitais adquiridos via a compra da Empresa ESHO, que era uma empresa hospitalar pertencente à Edson Bueno. Cabe salientar que este controle é fundamental para acompanhar e barganhar os custos assistenciais, permitindo otimizá-los, sendo que esta integração vertical só tem sentido se os custos estiverem relacionados aos atendimentos dos beneficiários e se eles tiverem vantagens em áreas críticas (alto custo); a Amil tem ainda 3 (três) novos hospitais em construção, os quais consolidarão a posição da empresa como maior rede hospitalar do país, segundo Edson Bueno – CEO e presidente da Amil;
- f) indicadores econômico-financeiros e *performace* relativa a 12 meses:

Valor de Mercado (R\$ milhões)	5.107		
Preço/Valor Patrimonial (09)	4		
Dívida Líquida/Patrimônio (09)	-1		
Percentual em Mercado			
Máx - Mín. (52 semanas)	15,23 - 6,84		
Média do Volume Diário* - (R\$)	4.034		
* 21 dias			
	2009	20010E	2011E
Receita	4.808	7.508	8.258
EBITDA	142	472	614
Lucro Líquido	276	280	373
Margem Líquida	4,5%	3,7%	4,5%
Preço/Lucro	23,7	18,2	13,7
EV/EBITDA	16.8	11.0	7.9

Fontes: Economática e Santander. Exceto quando especificado diferente, dados em milhões de reais. NS: Não significativo.

Figura 31 - EV / EBITDA

Fonte: BTG Pactual, 2009.

O gráfico de evolução da AMIL frente ao Ibovespa pode ser assim observado:

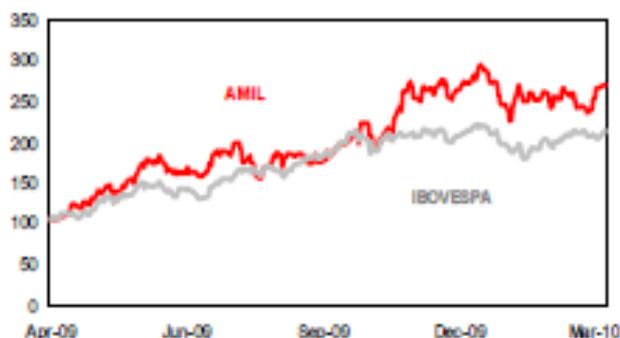
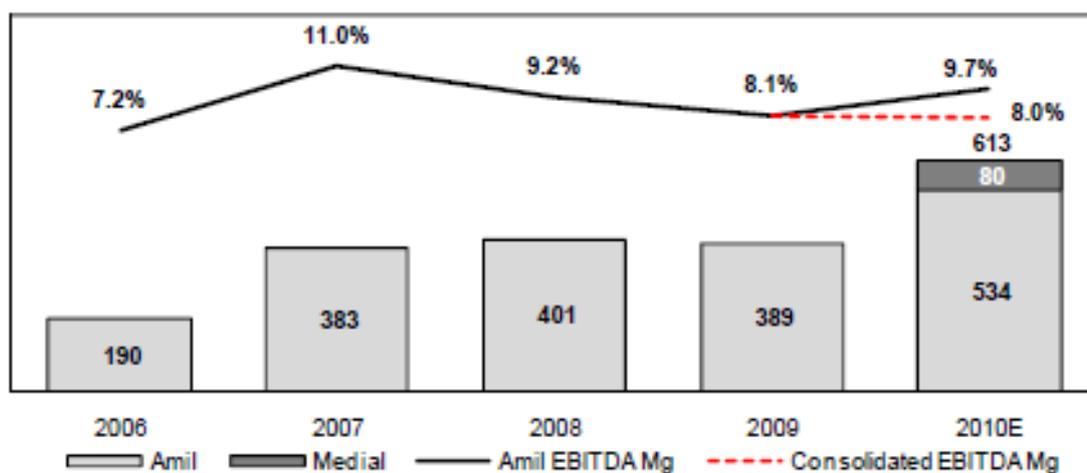


Figura 31 **Figura 32 - AMIL x Ibovespa**

Fonte: BTG Pactual, 2009.

- g) o LAJIDA (EBITDA) tem se mantido estável em cerca de R\$ 390 milhões ao longo dos últimos três (3) anos, com a margem caindo de 11% em 2007, para 8% em 2009. Há uma estimativa que isto venha a mudar e o EBITDA chegue a R\$ 623 milhões em 2010E – Estimativa; acredita-se que o crescimento orgânico pode atingir 10,9% nos próximos 5 (cinco) anos, isto sem considerar novas aquisições – a taxa média de crescimento composto entre 2010-2014E (estimado) para prêmios totais (prêmios: nome técnico do preço de venda, que, a rigor, tem a denominação normativa de contraprestação pecuniária, face a modalidade de OPS – Operadora de Plano de Saúde); vejamos o quadro abaixo:



LAJIDA calculado pelos critérios da empresa: Fontes: Relatórios da empresa e estimativas do Santander

Figura 33 - EBITDA

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Ratificando uma anotação já efetuada, cabe destacar o registro do *non-dal Road show* realizado pelo Santander com a AMIL, durante a semana de 29 de março de 2010, em reuniões realizadas com investidores institucionais europeus – origem: mercado segurador / previdenciário, efetuadas na cidade de Londres, sendo que a AMIL foi representada pelos seu fundador, presidente e CEO, Dr. Edson Bueno, e pelo diretor de RI Erwin Kleuser, cujos principais tópicos concentraram-se nos itens relativos a: perspectiva da empresa para 2010, sua reestruturação com a integração da Medial, o ambiente competitivo, a estratégia de marca e mercado, controle do índice de sinistralidade e riscos para o desempenho do preço da ação e a sensibilidade do preço-alvo da AMIL, considerando os cenários de longo prazo. O quadro do processo de reestruturação da Medial, junto à AMIL é o seguinte:

Tema	Fatos e Estimativas.
Primeiras impressões e perspectivas para 2010	<ul style="list-style-type: none"> O CEO parece otimista sobre a reestruturação da Medial e vê a possibilidade de redução na duração desse processo, de três para dois anos. Para 2010, uma queda de 10% na receita deve ser uma premissa conservadora para a Medial, devido à perda de 5% a 10% de seus beneficiários em decorrência da renegociação de contratos não lucrativos. Consideramos viável nossa estimativa de R\$2,2 bilhões apesar de reconhecermos que está acima do consenso. Para 2011, a meta é aumentar a receita em 10%, ficando acima de nossa estimativa de 6%. A Amil espera acelerar a reestruturação da Medial e atingir margens LAJIDA de 4% a 5% em 2010 e de 7% a 8% em 2011. Adotamos uma postura conservadora, projetando margens LAJIDA de 3,5% e 7% para a Medial em 2010 e 2011, respectivamente (em termos absolutos, R\$ 79 milhões e R\$ 167 milhões, respectivamente).
Atualmente, como está o processo de reprecificação da Medial?	<ul style="list-style-type: none"> Felizmente para a Amil, a maior parte dos clientes problemáticos da Medial são corporativos, segundo a administração. A Medial não reajustava os preços de alguns clientes há três anos. Em seus quatro meses de gestão da empresa, acreditamos que a Amil reprecificou cerca de 30% da base de associados da Medial, com aumento médio de preços muito melhor do que a administração anterior havia sugerido. Em nossa opinião, mesmo com a possível redução de 3% no número de associados no trimestre, a empresa manteve a receita da Medial com ligeira alta A/A, representando um potencial de alta para o cenário básico da Amil, com uma queda de 10% na receita da Medial em 2010 (passando de R\$2,2 bilhões para R\$2,0 bilhões).
A Amil é inflexível na reprecificação de contratos?	<ul style="list-style-type: none"> Não. Se um cliente não tem como se ajustar ao parâmetro de aumento de preço, a empresa redefinirá alguns serviços, incluindo uma rede mais restrita ou uma política de co-pagamento a fim de reduzir o ticket/aumentar a margem, por exemplo. O co-pagamento (como em outros mercados) é uma forma de alinhar os interesses do associado com os da operadora, e uma fonte importante de controle da sinistralidade, em nossa opinião. Fomos informados de que havia um contrato da Medial que tinha R\$2 milhões em custos médicos/mês e ele foi cancelado em abril. Isoladamente, esta medida sozinha pode propiciar um adicional de R\$16 milhões em economias no restante de 2010.
A que nível de sinistralidade a operação da Medial pode chegar?	<ul style="list-style-type: none"> Partindo dos atuais 79%, acreditamos que a meta é reduzir a sinistralidade em 300-400 pontos-base em 2010, e em mais 300 pontos-base a partir de então, convergindo para o nível da Amil em 2012.
O quanto a Medial pode ser eficiente em despesas gerais e administrativas?	<ul style="list-style-type: none"> Em nossa opinião, a Amil pretende reduzir em 300 pontos-base as despesas gerais e administrativas da Medial nos próximos dois anos (2010 e 2011).
Qual é a magnitude do ágio?	<ul style="list-style-type: none"> Uma surpresa positiva, segundo a administração, que esperava R\$100 milhões no momento da aquisição, e agora estima um potencial de R\$220 milhões. O montante total pode aparecer com a incorporação da Medial, que deve ocorrer antes do 3T10. Levando isso em consideração, o VF/LAJIDA após sinergias será menor que 6x, acreditamos.
O que fazer em relação ao free-float restante de 2,4%?	<ul style="list-style-type: none"> Em nossa opinião, a Amil tem duas opções: (a) outro leilão, implicando em mais análises da avaliação por consultores independentes, um processo que pode ser caro, ou, mais provavelmente, (b) a incorporação da Medial como subsidiária da Amil, oferecendo uma troca de ações baseada no preço pago pela aquisição de controle.
E quanto à integração das administrações?	<ul style="list-style-type: none"> O CEO reconhece que em aquisições anteriores ele gastou mais tempo do que esperava para integrar. Desta vez, Edson se deslocou para São Paulo e trouxe consigo uma equipe de 30 pessoas de dentro da empresa. Acreditamos que cerca de 30% da alta administração permanecerão na Medial. A Amil está tentando enxugar a hierarquia corporativa da Medial, que tinha 11 níveis. A Consultoria Galeazzi saiu em fevereiro, mas o CEO Henning ainda está lá.
A Medial pode atingir o mesmo nível de margem LAJIDA da Amil?	<ul style="list-style-type: none"> Para 2012, a meta é convergir as margens LAJIDA da Medial para o nível da Amil, apesar de adotamos um número conservador, trabalhando com 100 pontos-base a menos devido à sinistralidade mais alta.
Medidas internas	<ul style="list-style-type: none"> As medidas mais fáceis incluem: (a) redução de 15% na compra de suprimentos médicos; (b) fechamento de 30 leitos não lucrativos no hospital da Medial. Os hospitais da Medial podem ser usados para procedimentos especializados para melhorar a capacidade de utilização e retorno do capital empregado. Por exemplo, o Alvorada Moema, localizado em uma região nível Á, tende a voltar seu foco para as classes A e B da população.

Fontes: Empresa e Santander

Figura 34 - Fatos e Estimativas

Fonte: BTG Pactual, 2009.

O posicionamento de mercado atual da AMIL é de estar presente em 8 (oito) estados brasileiros, sendo que, destes, São Paulo e Rio concentram 59,8% e 24,6%, respectivamente, representando um total de 84,4%; observa-se que, junto com o Paraná, estes 3 (três) estados representam 55% do PIB brasileiro; a empresa está buscando uma maior expansão nas regiões do nordeste e no estado de Minas, que é o terceiro mercado de saúde suplementar no Brasil, tendo inclusive contratado um executivo da concorrente Unimed, líder no setor; a presença da AMIL no Brasil pode ser indicada no seguinte quadro:

Estado	Número de Associados (000)	Participação de Mercado	Penetração de planos de saúde	População (milhões)
São Paulo	2.465	15%	41%	41,4
Rio de Janeiro	1.014	19%	33%	16
Paraná	218	10%	20%	10,7
Distrito Federal	157	24%	25%	2,8
Pernambuco	116	10%	14%	8,8
Rio Grande do Norte	70	15%	14%	3,2
Bahia	57	4%	9%	14,7
Minas Gerais	37	1%	21%	20,1
Santa Catarina	Alvo	–	22%	6,1
Rio Grande do Sul	Alvo	--	21%	10,9
Espírito Santo	Alvo	–	28%	3,5

Fontes: ANS, dados das empresas e estimativas do Santander.

Figura 35 - Participação no Mercado (Share)

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Embora não seja essencial para a análise e valoração da negociação ocorrida entre a AMIL e a Medial, mas como ponto importante complementar ao foco deste trabalho, a segmentação das marcas, indicada no planejamento estratégico da AMIL, frente a aquisição da Medial, que detém a participação de 15% no estado de São Paulo, a qual tem uma importância estratégica; agora há o objetivo de atingir de forma mais acentuada todos os segmentos socioeconômicos, especialmente a imensa classe C (população com renda de 2 a 3 salários mínimos), visto que as congêneres Bradesco e SulAmérica não operam neste segmento, enquanto a AMIL utilizará a Medial, Blue e Dix para atingir este segmento, inclusive pelo fato da importante concorrente no segmento – UNIMED estar sob intervenção da ANS, neste momento¹⁹, isto tudo, conforme nos aponta o CEO da AMIL:

- a) potencialmente, o produto lançado recentemente, denominado Amil One, visa atingir os clientes da Classe A, pois tem o preço médio mensal de R\$ 1.000,00, gerando maiores margens e elevando o LAJIDA para 20%, lembrando que São Paulo tem o maior *share* deste setor; a estruturação por classe econômica está assim determinada:

¹⁹ Refere-se à Unimed Paulistana, que está sob direção fiscal da ANS, prorrogada por mais um ano em Out./10.

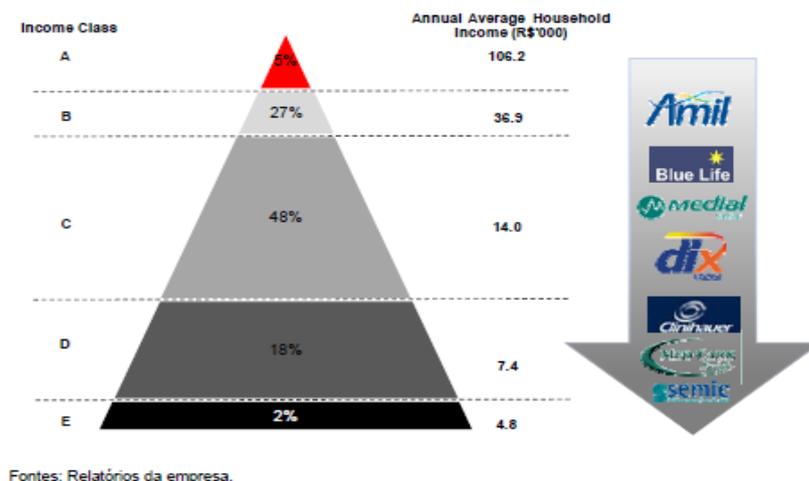


Figura 35 - Estrutura por Classe Econômica
 Fonte: Laudo de Avaliação Medial Pactual – 23/dez./09

b) o controle do índice de sinistralidade, também denominado de DNA da Amil, face sua *expertise* na gestão dos planos de saúde, figura fundamental para rentabilizar as operações e, conforme relato do CEO da Amil, a Medial atuou de forma irracional até meados de 2009, utilizando critérios de *underwriting* (subscrição dos riscos) pouco conservadores, fazendo com que houvesse uma maior exposição ao risco, ou seja, à demanda de atendimentos assistenciais, elevando a sua sinistralidade; historicamente, a Amil tinha uma sinistralidade de 67% a 72,2%, com uma meta em torno dos 70%, parâmetro médio excelente, para este setor, figura esta que caracteriza a qualidade do processo de subscrição (*underwriting*) da Amil; como há na LPS – Lei dos Planos de Saúde um limitador de até 6 (seis) vezes para o maior valor do preço individual e como o principal parâmetro é a idade, a Amil calcula as margens de segurança partindo da maior idade – 60 anos, e, dividindo por 6 (seis), chega ao valor para os mais jovens; de forma resumida a evolução da sinistralidade da Amil, frente ao setor pode ser assim indicado:

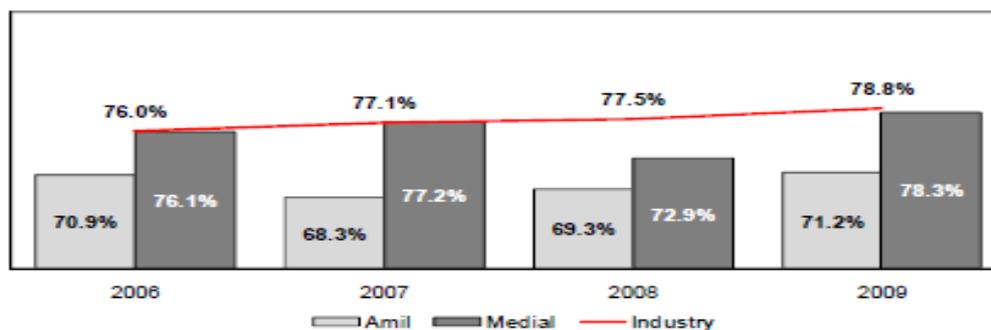


Figura 36 - Sinistralidade
 Fonte: BTG Pactual, 2009.

- c) a sensibilidade às mudanças nos preços-alvos em diferentes cenários de longo prazo pode ser assim resumida:

Empresa	Cenário	Pessimista	Básico	Otimista
Margens	Descrição	Margem LAJIDA não tem expansão, permanecendo nos níveis de 2009 (8%) e a reestruturação da Medial tem sucesso parcial.	Margem LAJIDA de 12% no longo prazo	Margem LAJIDA de 14% no longo prazo
	PA FINAL 2010 (R\$)	14,50	20,00	26,00
Participação de Mercado	Descrição	Participação de mercado da Amil é reduzida em 200 pontos-base, para 8%	Participação de mercado de 10% no longo prazo	Participação de mercado de 15% no longo prazo
	PA FINAL 2010 (R\$)	17,00	20,00	27,00
Penetração do Mercado	Descrição	No longo prazo, o número de associados de assistência médica atinge apenas 25% da população	No longo prazo, o número de associados de assistência médica atinge 28% da população	No longo prazo, o número de associados de assistência médica atinge 35% da população
	PA FINAL 2010 (R\$)	19,10	20,00	22,80
Sensibilidade Multivariável	Descrição	Combinação de 3 variáveis acima	Combinação de 3 variáveis acima	Combinação de 3 variáveis acima
	PA FINAL 2010 (R\$)	12,00	20,00	50,10

Fontes: Relatórios da empresa e estimativas do Santander

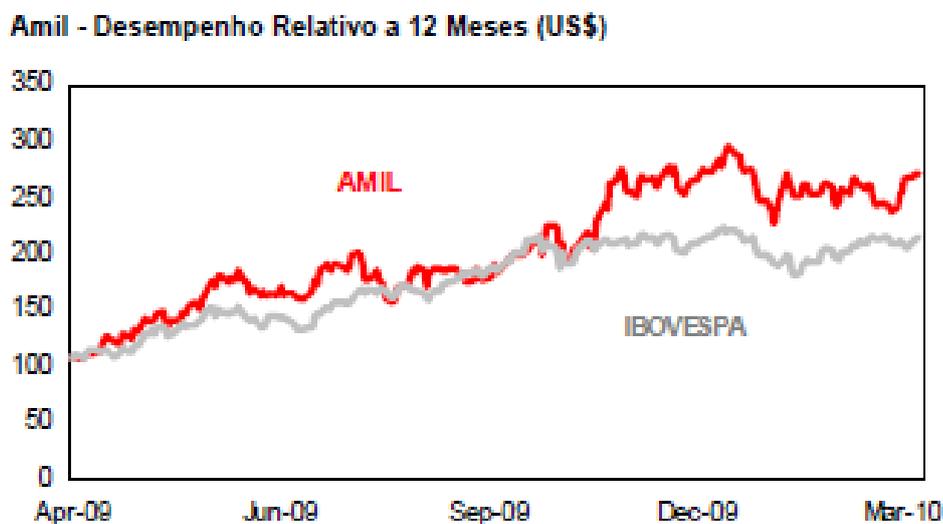
Figura 37 - Análise de Sensibilidade

Fonte: BTG Pactual, 2009.

Nestes casos, acredita-se que os riscos das ações (opções) possuem algumas razões para o recente baixo desempenho, quais sejam: o alto nível de itens não recorrentes e a constituição de provisões técnicas-atuariais que ainda terão maior exigências; estes pontos foram indicados pelos investidores em seu feedback, durante a reunião em Londres, visto serem itens inerentes (necessários, tecnicamente) a esta modalidade; o perfil de consumo de caixa da Medial, visto que seu LAJIDA (EBITDA) foi negativo em R\$ 82 milhões em 2009 (ou R\$ 20 milhões negativos se ajustarmos para os itens não recorrentes), fato este em observação pelos investidores ; busca de várias fontes de financiamento para rolar os R\$ 750 milhões em dívidas de curto prazo, sendo R\$ 300 milhões em notas promissórias comerciais e R\$ 450 milhões em debêntures, sem descartar o financiamento pelo BNDES, debêntures de longo prazo ou emissão de ações (no mercado nacional); e, por fim, a constituição de uma provisão técnica para ressarcimento ao SUS, no valor de R\$ 37 milhões, registrados no 4º./trim./09, como exigência da ANS – há questionamento jurídico pelo mercado e também pela Amil, havendo o destaque de que o valor acima não foi calculado atuarialmente, representando, portanto, uma mera estimativa.

A Amil concluiu em março/2010 a emissão de debêntures no valor de R\$ 150 milhões, com taxa de juros de 109% do CDI anual, assim e com o pagamento aos minoritários da

Medial, espera-se que a posição de caixa atinja R\$ 868 milhões no final do 1º./trim./10; o quadro evolutivo comparativo AMIL x Bovespa é o seguinte:



Fonte: Bloomberg e Santander

Figura 38 - AMIL x Ibovespa (idem fig. 31)

Fonte: BTG Pactual, 2009.

- d) há forte recomendação para adoção de GC – Governança Corporativa, visto que o cirurgião-médico Dr. Edson Bueno e sua ex-esposa possuem uma participação de 64% na empresa, 80% do *free float* em mãos de investidores estrangeiros; outro ponto forte é a figura *one-man-show* e, por decorrência os investidores estão questionando a sucessão do fundador e CEO, Dr. Edson Bueno, que informa ter 3 (três) candidatos prontos para assumir o cargo, inclusive salientando que a empresa possui a menor taxa de rotatividade, onde muitos executivos possuem mais de 10 anos de empresa, sendo alguns com 30 anos; há a indicação de que a empresa desenvolve um programa de qualificação, onde muitos funcionários estão realizando MBAs internos; muito embora sob o prisma administrativo, os históricos *cases* de processos substitutivos de gestores nas empresas, recomenda-se, no mínimo, o acompanhamento e observação deste processo.

Desta forma e fechando esta análise, o cálculo dentro de uma operação madura indica a margem EBTIDA (LAJIDA) de 11%, levando a Amil a atingir a LAJIDA de R\$ 800 milhões, com a receita anual de R\$ 7,5 bilhões, assumindo a empresa um valor de R\$ 4,7 bilhões, VF/LAJIDA normalizado de 6,0, que é similar ao múltiplo de aquisição, após sinergias esperados pela empresa. A projeção a ser aplicado ao VF/LAJIDA histórico de 9,0 desde a OPS e tido como adequado, visto que o tamanho da empresa é duas vezes maior que o

atual e com o ingresso decisivo no principal e maior mercado nacional, que é o Estado de São Paulo. Com isto a empresa tem um potencial de alta de 47%, levando a valoração da ação para R\$ 20,80, implicando num preço tido como justo e superior ao preço-alvo, baseado no FCD de R\$ 20,00, em final de 2010 (estimado). Outra forma é a análise do FCLE, que consiste no FCD etapa única normalizado, ou seja, o Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE). Logo, partindo do LAJIDA de R\$ 825 milhões, que corresponde à margem EBTIDA de 11% sobre a receita anual de R\$ 7,5 bilhões, deduzido o investimento de manutenção de R\$ 70 milhões e despesas com imposto de renda de R\$ 192 milhões, correspondente a alíquota efetiva de IR de 25%, e considerando a não ocorrência de variação no capital de giro, chega-se ao Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) de R\$ 563 milhões. E, em assumindo o crescimento na perpetuidade de 4% e WACC de 12,1%, chega-se à valoração das opções em R\$ 20,20, congruente com a análise do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), anteriormente comentado.

Cabe destacar que o segmento de saúde suplementar é de elevada sinistralidade – um dos mais altos, dentro do ramo de gestão de risco, e com razoável oscilação, tanto em decorrência da natureza do risco e freqüentes ciclos de demanda, bem como pela natureza do risco de saúde ser vinculado ao bem maior – a Vida e, por decorrência, tendo toda uma regulamentação que lhe impõe constantes aumentos de coberturas e garantias, inicialmente não previstas no cálculo atuarial do preço e em suas regras contratuais, tornando as empresas deste setor como de baixa margem de resultado – pequena rentabilidade, o que exige maiores prazo para atingir determinados níveis de capitalização, por recursos próprios, ou para obter o retorno do capital investido. Ou seja, é um setor de investimento de longo prazo.

As características da Amil a levam ser classificada (pelo Santander) como de risco relativamente pequeno e de baixa, para o preço-alvo, tomando por base o FCD, em um período de 10 anos, especialmente considerando que a empresa está na liderança do setor. Logo, assumindo um cenário bastante conservador, sem expansão de margens, ou seja, mantendo a margem LAJIDA em 8%, apenas (o que é uma excelente margem neste segmento de saúde suplementar), uma perda de 200 pontos-base na participação de mercado pela empresa e penetração de planos de saúde crescendo apenas 25% - hoje atinge a 22%, chega-se ao preço-alvo de R\$ 12,00 por ação, o qual pode ser visto como de um potencial baixo e limitado, considerando o preço atual, que é em torno dos R\$ 14,00 por ação. No entanto, se admitido o cenário básico da empresa, com participação de 15% no mercado e uma margem LAJIDA de 12%, o preço-alvo seria de R\$ 27,00 por ação, dobrando o preço atual. Assim, com relação às tendências de longo prazo, o CEO, Dr. Edson Bueno, acredita numa

penetração de 30% a 35% do setor – a estimativa é de 28%, o que levaria a valoração de R\$ 22,80 por ação, *ceteris paribus*. Em um cenário básico, a participação de mercado estável em 10,1% e a penetração de 28% são variáveis que apresentam risco potencial de alta, tendo por outro lado a margem LAJIDA de 12%, não muito conservadora (bem ousada = otimista), admitida como viável (possível), visto que em 2007 chegou em 11%, frente à metade da receita atual, ratificando a tabela de sensibilidade anteriormente apresentada.

O mercado suplementar na área da Medial e Amil tem a seguinte participação:

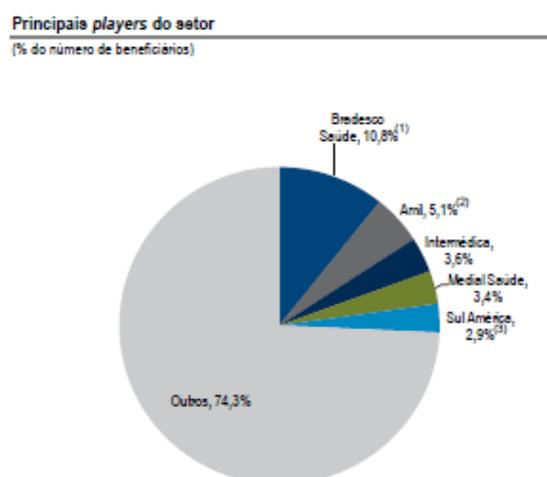
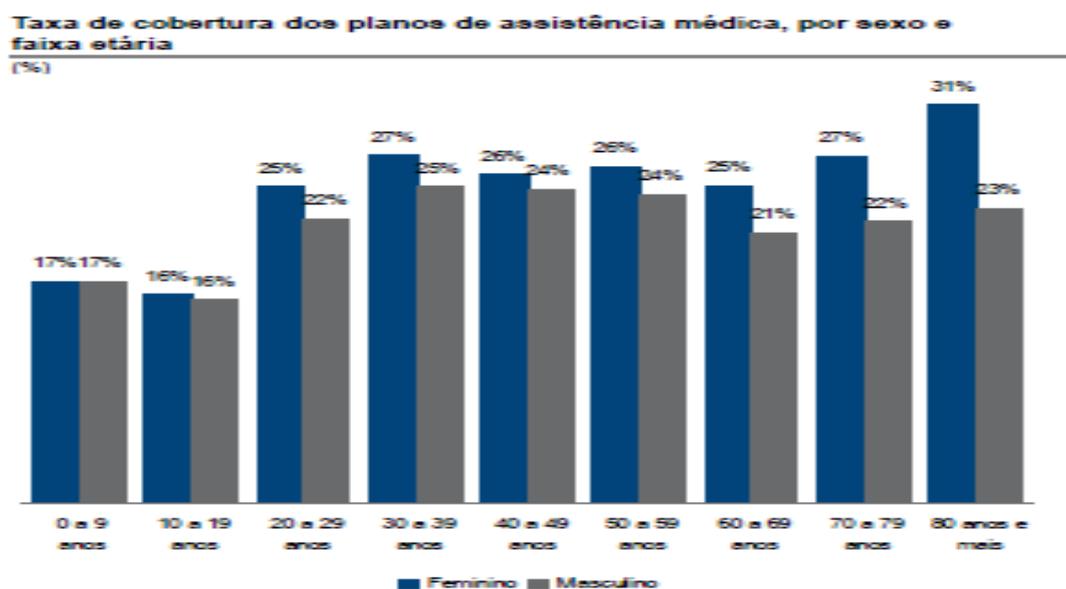


Figura 39 - Share

Fonte: BTG Pactual, 2009.

A distribuição etária tem a seguinte estrutura:



Fonte: Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS) – Setembro de 2009

Figura 40 - Composição Etária da Carteira

Fonte: BTG Pactual, 2009.

A anotação de atendimento a Planos Individuais, apesar de parecer simplória, neste momento e frente a toda a regulamentação e jurisprudência que vem sendo definida (ainda que sob divergências técnicas e atuariais), merece destaque, pois empresas como Bradesco, Sul América, Porto Seguros e outras saíram desta modalidade de operação, por temerem os comprometimentos futuros que podem advir, se seguir a atual linha decisória.

4.2 UNIMED – COOPERATIVA MÉDICA GESTORA DE PLANO DE SAÚDE

Este estudo de caso buscará comparar a forma de aquisição efetuada pela Amil e a forma que a Unimed Porto Alegre incorporou a Unimed Centro Sul e as respectivas características de cada caso. Logo, passaremos a indicar os dados e características destas duas cooperativas antes e após a unificação (incorporação) ²⁰.

4.2.1 Unimed Porto Alegre

O primeiro desafio para a adequada análise e valoração do Produto ou Ativo, é o correto entendimento sobre o que é um Sistema Cooperativo e, em especial, o Complexo Empresarial UNIMED. Inicialmente, tem-se a idéia de tratar-se de uma única entidade, com diversas “filiais” ou empresas subsidiárias, situação esta completamente imprópria. Apenas para ratificar o acima, este entendimento tem sido prolatado em várias sentenças judiciais, as quais, após o fato, exigem toda uma detalhada explicação, por vezes até com testemunho técnico e atuarial, para o seu devido entendimento e adequação da sentença.

²⁰ Os dados e informações aqui apresentadas foram obtidos, com vários acessos aos sites públicos, especialmente os dos dias: 28 abr. 2010, 21 jun. 2010 e 31 out. 2010 nos seguintes endereços:
<<http://www.unimedpoa.com.br/Sistemas/relgestao2009/Unimed.htm>>;
<<http://www.portalcentrosul.com/guaiba/noticia>>;
<<http://www.sissaude.com.br/sis/inicial.php?case=2&idnot=4524>> e;
<<http://jcrs.uol.com.br/site/noticia.php?codn=43576>>;
<<http://www.unimedpoa.com.br/Institucional>>

A Unimed Porto Alegre foi fundada em 23 de dezembro de 1971, sendo uma cooperativa de trabalho médico de primeiro grau, ou seja, formada por Pessoas Físicas (PF), cujos cooperados são médicos, integrante do Sistema UNIMED (composto nacionalmente por mais de 370 cooperativas de primeiro grau, todas de trabalho médico), congregando em torno de 90 mil médicos cooperados, em todo o Brasil. A Unimed Porto Alegre conta com pouco mais de 5.800 médicos associados diretamente, para atender um público em torno de 460 mil clientes – Beneficiários de Planos de Saúde, diretos e indiretos. Conta também com uma ampla rede de prestadores credenciados, além da rede própria, composta de: laboratórios, pronto atendimento de 24 horas, centro de oncologia, centro de diagnóstico por imagem, unidades de atendimento odontológico, SOS Emergências e remoção terrestre e aérea e atendimento domiciliar, denominado *Home Care*.

Uma das principais características das Cooperativas Médicas – UNIMEDs – é a denominada Área de Ação, ou seja, a região de sua atuação comercial, para prestar todos os atendimentos médicos diretos – pelos cooperados vinculados à cooperativa. O atendimento ao cliente pode ter uma amplitude maior (ou até mesmo menor, que a área de ação), segundo o tipo de Plano adquirido, denominada área de cobertura do Plano Adquirido. Logo, há distinção entre Área de Venda e Abrangência Geográfica das coberturas de cada Plano. A área de ação da Unimed Porto Alegre é a seguinte:



Figura 41 - Área de Atuação da Unimed POA

Fonte: Unimed POA, 2010.

Nota: Isto antes da incorporação da Unimed Centro Sul, relativa às regiões de Guaíba e Camaquã.

Dentro desta área de ação, a Unimed Porto Alegre destaca-se como a detentora da maior estrutura em prestação de serviços de saúde, disponibilizando uma ampla rede e complexo nível de atendimento de assistência à saúde. Isto decorre do conjunto de estabelecimentos de saúde e seu respectivo nível de qualificação e complexidade existente,

caracterizando, como mera exemplificação, o nível de atendimento para os casos pulmonares que incluem transplantes realizados no Complexo da Santa Casa de Misericórdia e no Hospital de Clínicas, para os casos de Síndrome da Insuficiência Imunológica Adquirida (AIDS).

As principais características e estrutura desta cooperativa é ser gerida por um Conselho de Administração, contendo 15 conselheiros e, dentre estes, é composta uma Diretoria Executiva, cujos componentes são:

- a) presidente: Dr. Márcio Pizzato;
- b) vice-presidente: Dra. Beatriz Vailati;
- c) superintendente geral: Dr. Flavio da Costa Vieira.

Também faz parte desta estrutura o Conselho Fiscal, composto por três membros titulares e três suplentes. De forma complementar, há diretorias específicas e coordenadores regionais, objetivando integrar todas as atividades na área de ação. Dentro deste enfoque integrativo, cabe destacar que o Presidente, também participa da diretoria da Federação RS, na qualidade de Vice-presidente.



Figura 42 - Presidente da Cooperativa, Dr. Márcio Pizzato

Fonte: Unimed POA, 2010.

Os demais dados e principais parâmetros serão detalhados nos itens seguintes.

4.2.2 Unimed Centro Sul

Vamos analisar alguns parâmetros e características desta cooperativa, a fim de permitir avaliar o valor da “compra” deste ativo, embora a correta operação tenha sido efetuada sob a forma de incorporação. Esta cooperativa médica também era uma Singular, fundada em 10 de abril de 1977, com sede na Rua José Montauray, n. 305, na cidade de

Guaíba, composta por 159 médicos cooperados (a Unimed POA tem 5.800 médicos), com um total de 21.000 clientes, sendo apenas 8.000 em planos de preço preestabelecido e os demais distribuídos entre outras modalidades de assistência à saúde, atendimento de medicina e saúde ocupacional, entre outros. A sede da cooperativa estava localizada na cidade Guaíba, e era composta por 13 municípios, que são: Guaíba (sede), Eldorado do Sul, Mariana Pimentel, Barra do Ribeiro, Sertão Santana, Sentinela do Sul, Tapes, Cerro Grande do Sul, Arambaré, Camaquã, Chuvisca, Cristal e Feliciano, contando com uma população de aproximadamente 270 mil pessoas e um conjunto de mais de 11 mil empresas. Mas, no final de 2008, com a crise financeira mundial, muitas empresas estadunidenses, com filiais em Guaíba e região, simplesmente fecharam, demitindo todos os funcionários, dentre os quais muitos contendo importantes contratos empresariais de assistência à saúde, que, por decorrência, foram encerrados.

A estrutura própria de atendimento da Singular, juntamente com os 159 médicos cooperados, é o centro de diagnóstico, SOS Emergências e Pronto Atendimento, em nível ambulatorial. Todavia, sua proximidade com Porto Alegre, cuja área de ação competia a outra cooperativa médica, exigia que os atendimentos fossem realizados via a sistemática denominada de intercâmbio, mas que provoca dois (2) importantes efeitos: 1) primeiro e principal, retira o paciente do médico cooperado, fugindo à finalidade básica de uma cooperativa médica, que é gerar trabalho e, por decorrência, remuneração ao médico-cooperado; e 2) há custos adicionais para o uso da rede de atendimento de outra Singular, constituindo-se em dois comissionamentos, que oneram os custos em 7,5%. Isto associado ao singelo hospital municipal existente na cidade de Guaíba, levou a Cooperativa à decisão de investir na construção de um hospital próprio, cujo valor total era da ordem R\$ 10 milhões, dos quais 80% seriam financiados com carência de dois anos, fato realizado e concluído em outubro de 2008. Cabe observar que esta situação de baixa capacidade resolutiva, que atingia a região não chegava à cidade de Camaquã, que também faz parte da área de ação desta Singular, fato este que provocou certa divergência quanto à decisão do investimento acima.



Figura 43 - Hospital Unimed em Guaíba

Fonte: Unimed Centro Sul, 2010.

Segundo as palavras do presidente da Cooperativa, Dr. Marcelo Scarpellini, a inauguração no dia do médico, 18 de outubro de 2008, é uma homenagem da sua diretoria a todos os médicos cooperados da cooperativa e do próprio Sistema Unimed. A projeção de implementação plena seria atingida em 2010. Importantes lideranças do Sistema Unimed do RS se fizeram presentes ao evento de inauguração.



Figura 44 - Lideranças Unimed – Inauguração Hospital em Guaíba

Fonte: Unimed Centro Sul, 2010.

Nota: Da direita para a esquerda: Dr. Marcelo, Dr. Miranda, Dr. Kleber, Dr. Valter e Dr. João Borges.

Juntamente com a inauguração do hospital, foi ratificada a importante parceria firmada um ano antes com a Uniodonto (Cooperativa Odontológica, diferente das cooperativas médicas), objetivando complementar os serviços de atendimento aos beneficiários dos planos de assistência à saúde comercializados na região.



Figura 45 - Lideranças do Setor

Fonte: Site Unimed Centro Sul, 2010.

Nota: Da direita para a esquerda: Dr. May (presidente da Federação RS), Dr. Marcelo (presidente da Singular) e Dr. Gilberto (presidente da Uniodonto POA)

Os dados históricos da Unimed Centro Sul, obtidos junto ao site da agência reguladora, ANS, tem os seguintes dados:

Registro ANS	310964
Razão Social	UNIMED CENTRO SUL - SOCIEDADE COOP. DE TRAB. MÉDICO LTDA
CNPJ	89379960000118
Modalidade	COOPERATIVA MÉDICA
Total Beneficiários	2.869 (em planos de Preço Pré-estabelecido)

ATIVO					
	2005	2004	2003	2002	2001
Circulante	2.433.342,60	1.666.803,60	1.520.028,74	1.633.376,15	1.378.689,91
Realizável a longo prazo	3.273.672,12	2.888.192,18	2.527.591,36	2.186.332,36	1.882.883,35
Permanente	3.684.083,74	3.493.976,46	2.835.403,86	1.955.878,15	1.464.542,32
Total ativo	9.391.098,46	8.048.972,24	6.883.023,96	5.775.586,66	4.726.115,58
PASSIVO					
	2005	2004	2003	2002	2001
Provisões técnicas	249.995,02	166.664,03	120.986,59	59.048,35	29.170,83
Circulante	1.622.992,63	1.312.280,97	1.254.952,39	811.177,40	1.069.023,26
Exigível a longo prazo	3.327.189,59	3.023.529,78	2.577.316,49	2.228.887,62	1.914.996,91
Resultado de exercícios futuros	13.669,33	7.992,41	14.022,73	6.749,53	3.964,87
Patrimônio líquido ou social	4.177.251,89	3.538.505,05	2.915.745,76	2.669.723,76	1.708.959,71
Total passivo	9.391.098,46	8.048.972,24	6.883.023,96	5.775.586,66	4.726.115,58
DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO					
	2005	2004	2003	2002	2001
Contraprestações efetivas	8.678.705,59	8.118.751,27	7.327.194,69	6.330.787,23	5.759.008,20
Eventos indenizáveis	-	-	-	-	-
	6.507.529,34	5.293.961,67	5.452.436,34	4.107.669,19	-4.154.739,57
Despesas de comercialização	-57.226,21	-47.256,67	-45.166,19	-198.755,64	-149.771,44
Outras receitas e despesas operacionais	346.229,38	-153.083,53	336.285,21	391.477,87	-135.659,46
Resultado operacional subtotal	2.543.510,41	2.670.126,84	2.227.815,61	2.445.717,79	1.348.008,56
Resultado financeiro líquido e resultado patrimonial	32.785,31	-88.825,34	55.206,88	39.107,46	144.791,68
Despesas administrativas	-	-	-	-	-
	2.300.704,39	2.211.921,87	2.163.920,81	1.769.850,77	-1.487.655,19
Resultado não operacional	-2.789,19	0,00	13.540,88	-3.162,69	-6.641,87
Impostos e participações sobre o lucro	-34.314,61	-61.938,37	-64.111,45	-110.920,83	0,00
Resultado líquido	155.156,54	261.763,82	6.592,87	571.013,44	-30.667,65

* Posição dos dados em: 24/10/2006

Figura 46 - Unimed Centro Sul – BP e DRE

Fonte: Unimed Centro Sul, 2010.

4.2.3 Incorporação da Unimed Centro Sul

Alguns fatos de cunho macro-econômico comprometeram a evolução do planejamento então elaborado, dentre os quais cabe especial destaque à crise financeira internacional de setembro de 2008, conforme já apontada, pois, além do investimento financeiro que demanda uma obra como a construção de um hospital, a perda de importantes contratos provocou certo atraso na obra e por decorrência o início dos vencimentos das parcelas do financiamento passaram a ocorrer antes da inauguração e o segundo ponto relevante é o relativo à inversão do fluxo financeiro que passou a ocorrer com as despesas hospitalares, a serem atendidas no novo empreendimento, apesar do ganho econômico. Este conjunto de fatores simultâneos ocasionou uma importante alavancagem na necessidade de capital de giro, que foi discutida e aprovada em assembléia, por maioria, para um aporte de capital. Porém, face as diferentes características da região de abrangência da Singular, houve forte contestação, mesmo após a aprovação. Juntando todos estes aspectos com o fundamento atuarial denominado *Lei dos Grandes Números* – as incertezas individuais tendem a certeza coletiva (média), desde que haja massificação dos riscos (minimizando a variância ou, por decorrência, o desvio padrão), com o ponto complementar, decorrente da proximidade com Porto Alegre, pois vários médicos da Singular também atendiam na capital, conduzindo assim ao naturalmente atendimento no âmbito desta outra cooperativa. Após diversas reuniões e análises conjuntas de ambas Singulares, em 11 de janeiro de 2010 foi oficialmente divulgada a incorporação da Unimed Centro Sul pela Unimed Porto Alegre, cuja importância macro foi evidenciada pelo Dr. Márcio Pizzato, presidente da Unimed Incorporadora.



Figura 47 - Reunião Incorporação
Fonte: Sissaúde, 2010.

A importância estratégica e agregação de valor ao negócio estão sintetizadas pela seguinte notícia:

Unimed Porto Alegre fecha primeiro semestre com crescimento de 9% - investimento em tecnologia, ampliação de serviços e a incorporação da Unimed Centro-Sul marcaram o primeiro semestre da Cooperativa Médica. (SISSAÚDE, 2010)

Com isto fica evidenciado que além da valoração, a ser apresentada, existiam outros fatores, sob o enfoque do investidor – incorporador, no caso – que levam a figura do “*idiota maior*”, caracterizada por Damodaran (1997), pois a incorporação permitiu conquistar novos clientes, ampliar a frota de serviços do produto SOS Emergência, traduzido nos planos Unimax, Unipart e, especialmente, Unifácil e nos contratos com SESC/SENAC, Procergs, Borrachas Vipal, Mazer Distribuidora, DHB, Teikon, Hotelaria Accor, Intercity Hotéis e Panarello, além da renovação do contrato com a UFRGS, Associação dos Aposentados da CRT (AACRT) e com a Associação dos Profissionais em Telecomunicações e Tecnologia da Informação (ASTTI), conforme informou o presidente da Unimed Porto Alegre, concluindo que o faturamento de 2010 deverá ultrapassar a casa de R\$ 1 bilhão, caracterizando-a como a maior operadora do segmento de saúde privada da região sul do Brasil.

Vamos analisar as figuras relativas a valorização do ativo, iniciando pelo importante entendimento do que seja este “ativo” em se tratando de uma cooperativa, pois esta não possui ações ou quotas de capital, ficando excluídas todas as hipóteses e metodologias atinentes. Esta figura simples e básica é um primeiro entendimento fundamental, pois impõe a delimitação do modelo de valoração do ativo a ser utilizado, conduzindo de forma objetiva ao FCD – Fluxo de Caixa Descontado. Embora evidente, por tratar-se de empresa gestora de risco, há necessidade de avaliar alguns parâmetros, cujos recursos atinentes a Ciência Atuarial permitem aplicar diversos recursos, para avaliar e valorar os resultados futuros que compõem o fluxo financeiro esperado.

Primeiramente, fica evidente que a não atualização das demonstrações patrimoniais não afetam significativamente este estudo, visto que a base da análise pelo método FCD é o financeiro. A forma reduzida de apresentação dos dados patrimoniais das duas entidades – Unimed Porto Alegre e Unimed Centro Sul, abaixo indicadas, permitem evidenciar os aspectos atuariais relativos à denominada gestão de risco.

Os dados sintetizados da Unimed Porto Alegre e Centro Sul são:

Tabela 7 - Unimed Porto Alegre – BP e DRE Sintetizados

Unimed Porto Alegre Código ANS: 352.501		Dez./2009	
Conta	Valor (em R\$)	Conta	Valor (em R\$)
1 - ATIVO	354.506.178,80	2 - PASSIVO	272.202.093,72
12-ATIVO CIRCULANTE	214.776.460,80	21-PASSIVO CIRCULANTE	132.933.666,60
122-APLICAÇÕES	163.534.844,90	211-PROV. TÉC. DE OPERAÇÕES	100.613.212,90
13-ATIVO NÃO CIRCULANTE	139.729.718,00	2153-PROV PARA CONTINGÊNCIAS	6.214.233,90
133-IMOBILIZADO	37.222.223,75	216-TRIBUTOS E ENCARGOS SOCIAIS A REC	14.431.255,98
134-INTANGÍVEL *	6.107.229,89		
* Registrado conforme IN 42 DIOPE-ANS		25-PAT. LÍQUIDO	82.304.085,08
3-RECEITA	767.430.677,20	4-DESPESA	721.050.311,20
31-CONTRAPRESTAÇÕES EFETIVAS	593.071.480,20	41-EVENTOS INDENIZÁVEIS LÍQ.	461.461.782,30
33-OUTRAS REC. OPERACIONAIS	174.057.716,20	44-OUTRAS DESPESAS OP.	178.511.418,90
34-RECEITAS FINANCEIRAS	16.178.582,19	45-DESPESAS FINANCEIRAS	4.207.446,18
Resultado (sobra)	46.380.366,00	46-DESP. ADMINISTRATIVAS	74.952.401,89

Fonte: Site Unimed POA

Tabela 8 - Unimed Centro Sul – BP e DRE Sintetizados

Unimed Centro Sul Código ANS: 310.964		Dez./2009	
Conta	Valor (em R\$)	Conta	Valor (em R\$)
1 - ATIVO	21.399.019,84	2 - PASSIVO	15.541.310,66
12-ATIVO CIRCULANTE	2.422.572,96	21-PASSIVO CIRCULANTE	5.761.300,99
122-APLICAÇÕES	897.460,62	211-PROV. TÉC. DE OPERAÇÕES	517.153,25
13-ATIVO NÃO CIRCULANTE	18.976.446,88	2153-PROV PARA CONTINGÊNCIAS	
133-IMOBILIZADO	14.901.430,08	216-TRIBUTOS E ENCARGOS SOCIAIS A REC	286.405,39
134-INTANGÍVEL *	352.211,13	23-PASSIVO NÃO CIRCULANTE	9.780.009,67
		2317-EMPRÉST. E FINANCIAMENTOS	6.953.629,37
		25-PAT. LÍQUIDO	5.857.709,18
3-RECEITA	16.678.465,03	4-DESPESA	15.746.409,13
31-CONTRAPRESTAÇÕES EFETIVAS	8.564.593,75	41-EVENTOS INDENIZÁVEIS LÍQ.	4.578.880,73
33-OUTRAS REC. OPERACIONAIS	8.014.276,23	44-OUTRAS DESPESAS OP.	6.409.201,50
Resultado (sobra)	932.055,90	45-DESPESAS FINANCEIRAS	1.656.500,03
		46-DESP. ADMINISTRATIVAS	3.002.555,36

Fonte: Site Unimed Centro Sul

Nota: * Registrado conforme IN 42 DIOPE-ANS

Logo, constatam-se os seguintes pontos:

- a) **nível de sinistralidade da carteira:** este é um dos principais parâmetros de avaliação das empresas deste segmento, pois permite verificar as características do processo de subscrição (*underwrite*) que a operadora adota e, principalmente, efetivamente pratica nas suas operações. Este parâmetro relaciona de forma simples os pagamentos com os atendimentos, em relação à receita correspondente, relação que junta numa única

equação todas as características do risco e as políticas de precificação e seletividade (e até política de gestão de risco) que a operadora, através de suas diversas áreas internas e até externas (mercado), efetiva na gestão dos negócios. Nestes dois casos, temos uma sinistralidade de 53,5% na Unimed Centro Sul e de 77,8% na Unimed Porto Alegre. Isto permite evidenciar que a carteira da Unimed Centro Sul apresentava uma sustentabilidade técnica melhor que a média da Unimed Porto Alegre.

Obs.: A análise da sinistralidade, quando envolve uma OPS constituída sob o modelo de sociedade cooperativa, requer uma verificação complementar relativa ao valor base de remuneração dos cooperados (UTM – unidade de trabalho médico, ou de forma geral, unidade de remuneração do trabalho médico) e, até mesmo, dos prestadores (efeito mola), também denominado CH do prestador (CH – coeficiente de horário). Estes parâmetros, normalmente, não constam de forma direta nas demonstrações contábeis, requerendo relatórios auxiliares.

O caso em apreço não requer estes ajustes, pois, ambos os parâmetros encontravam-se num valor médio adequado ao custo de mercado. Por decorrência e também de forma complementar, a análise do resultado de uma sociedade cooperativa exige a verificação destes parâmetros.

- b) **rentabilidade sobre a receita e sobre o patrimônio líquido:** apenas como comentário complementar e dada a importância do efeito que a observação acima causa a este índice, a utilização dos indicadores de rentabilidade numa cooperativa também requerem uma análise complementar, face os efeitos do nível da UTM e do CH dos Prestadores que venham sendo praticados pela cooperativa em relação ao mercado.
- c) **volume de negócios e nível de receita:** a desproporcionalidade é muito acentuada entre as duas operadoras, podendo ser sintetizada na proporção que a receita da Centro Sul, representa em relação à Unimed Porto Alegre – meros 2,05%. Este parâmetro, associada a análise pela lei dos grande números, permite evidenciar a maior segurança nas operações, inclusive com a adoção de uma menor margem de segurança, tornando o preço final mais competitivo na Unimed Porto Alegre.
- d) **estrutura mínima para gestão:** além da figura técnica da maior estabilidade estatístico-atuarial, segundo o número de Beneficiários, face as exigências de provisões e margens, a ANS como órgão fiscalizador vem estruturando e exigindo um conjunto de controles e, por decorrência, de informações que obrigam uma OPS, por

menor que seja, a ter a mesma estrutura base – especialmente de TI (*soft e hard*) – que uma Operadora de maior porte. Isto leva ao custo fixo mínimo ser, proporcionalmente, elevado e, como o custo de assistência à saúde, delimitado por um rol mínimo obrigatório, que praticamente atinge a amplitude das coberturas, leva a uma sinistralidade elevada, a qual, composta por uma estrutura mínima também de cunho padrão, a diluição do custo total previsto exige um número mínimo de clientes (denominados beneficiários, neste caso) mais elevada – ver quadro a ANS sobre número de operadoras por beneficiários.

Assim e com base nos dados acima, ainda que sintetizados, pode-se evidenciar que a aquisição (tecnicamente, foi uma incorporação) foi uma simples absorção, ficando, portanto, a análise da carteira, livre de custos administrativos – na ordem de 35%, pois, praticamente, a incorporação não exigiu ampliação da estrutura administrativa pela Unimed Porto Alegre (situação que possibilitará uma redução de custo, ainda que pequena para a Unimed Porto Alegre, mas relevante para a Unimed Centro Sul).

Apenas como comentário adicional, pois, conforme os dados sintetizados acima, pode-se inferir que (embora a situação não se aplicar ao caso) além da rentabilidade atual e mesmo histórica, de uma carteira de riscos, é fundamental analisar a composição técnica e segmentação do potencial de risco da carteira. O exemplo mais evidente para esta situação é o caso de uma carteira de saúde, visto que esta pode vir apresentando um bom resultado, pois o prêmio (preço do seguro) cobrado até então está suficiente para o nível de risco existente – Regime de Repartição Simples. Todavia, como o passar do tempo e o envelhecimento natural do grupo assegurado – Beneficiários, esta situação se não for acompanhamento pela adequação dos prêmios (ou adoção de um programa de *underwrite* – subscrição técnica dos riscos, visando minimizar a sinistralidade ao nível da receita existente), certamente passará a inverter o resultado futuro – isto é denominado no mercado segurador de “carteira minada ou podre”. O exemplo típico e atual é dado pela carteira remanescente da Ulbra de 20 mil beneficiários, que já foi por duas vezes a leilão público e não obteve nenhuma oferta. Alguns novos normativos também podem passar a afetar esta condição de equilíbrio inicialmente existente, vejamos o caso do Estatuto do Idoso – EI, frente ao critério de precificação por faixas etárias determinado pelo órgão regulador – ANS e utilizado por todo o mercado obrigatoriamente, mas que agora é entendido com contrário ao EI, inclusive nos contratos antigos. De forma geral, é mais um caso da tão comentada questão da “insegurança

econômica que atinge os contratos”, que tanto afeta o mercado brasileiro, especialmente no momento atual.

Feitos estes comentários e objetivando estimar o FCD proposto pela carteira da Unimed Centro Sul e tomando por base os seguintes parâmetros:

- a) i: taxa líquida de juros de 6% a. a., conforme o parâmetro atuarial adotado para todos os cálculos, inclusive junto ao mercado previdenciário brasileiro;
- b) n: prazo de amortização do investimento inicial, sendo considerado o período futuro de 5 ou 10 anos, respectivamente.

Tomando por base o faturamento anual de R\$ 8.500.000,00, frente à sinistralidade média ajustada de 55%, obtemos os seguintes resultados:

Prazo	FCD
5 anos	16.112.291,48
10 anos	28.152.332,97

Obs.: como os fluxos são mensais na área da saúde, o fluxo financeiro pode ser estimado pelo contábil.

É importante comparar este resultado com duas situações, sendo a primeira relativa à prática do mercado de pagar por uma carteira (produto), de forma geral, um valor médio entre 2 e 4 faturamentos mensais, segundo os parâmetros técnicos da carteira. A segunda condição, especialmente quando se trata de incorporação, pois além da carteira temos a situação de endividamento da entidade e que, neste caso, alguns indicadores demonstram que a imobilização existente estava comprometendo o fluxo de caixa (ou necessidade de capital de giro) e o grau de endividamento existente. Como síntese, podemos verificar os dados abaixo:

Principais Indicadores:	
LC	0,420
LT	1,377
Imob./PL	2,543901
Sinistralidade:	53,5%
Rentab./Rec.:	5,59%
Rentab./PL.:	15,9%

Assim, pode-se concluir que esta negociação apresentava uma série de vantagens para ambas as partes, condições estas que são exógenas ao modelo matemático do FCD – Fluxo de Caixa Descontado, especialmente para o caso de negociação entre Sociedades Cooperativas, podendo-se afirmar que a operação foi lucrativa para a Unimed Centro Sul e também para a

Unimed Porto Alegre, caracterizando uma condição de “ganha-ganha”, como expõe a Teoria dos Jogos. Esta afirmativa encontra referendo na reportagem da revista AMANHÃ (jan./fev. 2010, p. 76), que traz um importante comentário sobre a Unimed Porto Alegre, ao indicar em janeiro de 2010 a incorporação da Unimed Centro Sul, com sede na cidade de Guaíba e que abrangia 13 municípios próximos à capital, evidenciando que a Unimed Porto Alegre conquistou o incremento de mais 21 mil novos clientes (beneficiários de plano de saúde). A reportagem salienta também que a meta da Operadora, que tinha em torno dos 460 mil beneficiários, é chegar, em 2.012, com 700 mil clientes, entre planos individuais e coletivos, atingindo a receita bruta anual de R\$ 1,2 bilhões.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A estruturação do mercado privado de assistência à saúde passou a ter uma regulamentação mais efetiva a partir da lei nº 9.656/98, incluindo a criação do órgão regulamentador específico, através da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), a partir da lei 9.961 de 28 de janeiro de 2000. Considera-se ainda que, em todos os mercados, a saúde é o bem maior de todos e, portanto, tem destaque especial e até mesmo constitucional no estabelecimento das relações econômicas. Estes pontos tomam forte relevância, frente à evolução econômica e à ampliação das relações financeiras internacionais, que conjugadas com a velocidade dos meios de comunicação, atualmente disponíveis, leva os mercados a atuarem de forma globalizada, sendo que as decisões e as variáveis discutidas não ficam restritas a determinadas regiões, o exemplo típico é a “notícia” de determinado procedimento no programa Fantástico e, na segunda-feira, já ocorrem solicitações de atendimentos, ainda que a matéria tenha sido de estudos experimentais.

Os modelos societários, com suas características e fundamentos filosóficos, vêm buscando aprimorar e estabelecer diferenciais competitivos. Por outro lado, as regulamentações e o direcionamento dos modelos de acompanhamento e de avaliação buscam fixar modelos comparativos internacionais. Apenas como exemplificação, temos a implementação do alinhamento, ora em andamento através do IFRS e outras entidades.

A avaliação da empresa, especialmente quanto aos processos de aquisições ou, agora, ao eventual registro de ativos intangíveis, trazem consigo diversas preocupações e figuras típicas, com seus respectivos equacionamentos. Embora Damodaran (2004) tenha afirmado que um grande número de investidores se utiliza da teoria de investimentos do “*idiota maior*”, desde que este esteja disposto a comprar o ativo (a empresa), a fundamentação da valoração da empresa pode e deve ser considerada, especialmente frente à crise financeira internacional de setembro de 2007, que segundo alguns economistas ainda não está superada, exigindo um processo mais seletivo e de rigorosa avaliação, quanto ao real valor dos ativos. As metodologias existentes e as apresentações detalhadas desenvolvidas por seus respectivos autores, demonstram geralmente estruturas direcionadas para sociedades constituídas sob a forma de sociedades de capital. Santos e Schmidt (2005) analisam um conjunto de modelos. Seus estudos partiram de avaliações propostas por Damodaran (2004), que classificou os tipos em três (3) grandes grupos, assim indicados:

- a) avaliação por fluxo de caixa descontado, que se relaciona com o valor atual dos ingressos futuros e frente aos dispêndios também futuros;
- b) avaliação relativa cuja busca do valor do ativo enfocou a precificação de ativos comparáveis, tendo em vista uma variável comum, como lucros, vendas, fluxo de caixa ou valor contábil;
- c) avaliação de direitos contingentes, que adotou o modelo de precificação de opções para medir o valor destes ativos, frente às características que possuem.

No sul do Brasil há uma implícita maior participação de empresas estruturadas no modelo de cooperativas. Embora esse tipo societário possa ser buscado na pré-história, conforme apresentado na obra da Organização das Cooperativas do Estado do Rio Grande do Sul (2001), este modelo, como é concebido atualmente, só foi concretizado em dezembro de 1844, quando, no bairro de Rochdale, em Manchester, na Inglaterra, 28 tecelões criaram uma associação sem fins lucrativos, mais tarde denominada de cooperativa. Desde então, esse tipo societário vem se difundindo pelo mundo, com suas respectivas peculiaridades regionais e culturais. Trazido pelo padre jesuíta suíço Theodor Amstadt, em 1902, e junto com lideranças rurais, em Linha Imperial, Nova Petrópolis (RS), foi fundada a primeira cooperativa de crédito do Brasil e da América Latina. O Sicredi é o exemplo maior deste modelo e desta evolução. Em 1892, na região atual de Veranópolis (RS) e Antônio Prado (RS), já havia sido criada a “*Società Cooperativa delle Convenzioni Agricoli Industriali*”, que constituía uma cooperativa de produtores rurais. Conforme Holyoake (2002), as cooperativas continham uma fundamentação filosófica e de organização econômica dotadas de características próprias, desde sua fundação, seguindo os fundamentos dos primeiros pensadores, como Robert Owen (1772-1858), Charles Fourier (1772-1837), William King (1786-1865) e Louis Blanc (1812-1882).

A história do cooperativismo no Brasil pode ser dividida de acordo com a região geografia. Na região sul, o desenvolvimento desse tipo de sociedade ocorreu de modo mais sustentável, como alternativa econômica para a constituição de empresas mais competitivas junto ao mercado. Essas instituições eram ora mais controlada e apoiada pelos segmentos governamentais e ora mais penalizadas pelos concorrentes, além de contar com menor estruturação mercadológica. Inicialmente, devido a base agropecuária da economia brasileira, as primeiras cooperativas que surgiram foram as pertencentes a este segmento, com especial destaque às cooperativas de grãos (soja, trigo, arroz, entre outros). Estas sempre tiveram importante influência na economia do Brasil e, em especial, no nosso Estado (RS).

Após a reformulação das instituições previdenciárias, em 1964, quando foi constituído o Instituto Nacional de Previdência Social (INPS), que agregou as atividades previdenciárias e de assistência à saúde, inclusive as cunho privado. Um movimento de médicos contrários à estatização da medicina se organizou com o objetivo de oferecer à população uma alternativa à qualidade dos serviços de saúde prestados pelo INPS. Passado pouco mais de 40 anos constata-se que a atitude deste grupo estava correta, pois permanece ainda uma sensível carência no atendimento à saúde pública para a população em geral, refletindo na existência de mais de 40 milhões de beneficiários vinculados ao segmento privado de assistência à saúde, com um faturamento médio anual da ordem de R\$ 60 bilhões²¹.

Atualmente, temos toda uma segmentação das Seguradoras Especializadas em Saúde (SES) e das Operadoras dos Planos de Saúde (OPS) e, entre estas últimas, 30% são Cooperativas Médicas – UNIMEDs, cuja participação no faturamento é de aproximadamente 40% do mercado total de saúde. As Cooperativas Médicas também deverão negociar suas carteiras (a própria empresa), devido às exigências decorrentes da regulamentação, tornando necessária uma estrutura mais complexa e, por decorrência, de elevado custo fixo, cuja amortização e viabilidade econômica só é atingível em empresas de médio e grande porte. Portanto, é importante a avaliação do valor mercantil dessas empresas, principalmente, as organizadas sob a forma de cooperativa, cujas peculiaridades se procurou demonstrar neste trabalho, inclusive pela exemplificação de um modelo efetivo de aquisição (formalmente, uma incorporação).

A denominada “Crise da Saúde”, ou seja, a reordenação de entidades públicas e privadas da área da saúde, afeta profundamente todas as economias. Michael Porter (2007), ícone na nova administração, dedicou uma de suas obras à abordagem desse tópico, tratando questões específicas ao modelo estadunidense, país característico do capitalismo privado. Em seu trabalho, Porter adverte sobre a “soma zero”, no qual não há ganho para os beneficiários, adquirentes dos planos de saúde, e aborda o problema das empresas americanas, cujo custo do benefício de assistência à saúde está se tornando proibitivo. No Brasil, o modelo da estrutura de assistência à saúde é diverso, constituindo-se num tipo misto entre o público (SUS) e o privado, oferecido pelas OPS / Seguradoras. Entretanto, há uma diversidade de situações e estruturas mundiais, de cunho ora mais pública e ora mais privada. Por exemplo, no Canadá, na França e na Inglaterra o segmento de saúde é, praticamente, todo público. Embora em Cuba a assistência à saúde também seja pública, seu modelo diverge dos demais países

²¹ Fonte: Agência Nacional de Saúde. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br>>.

citados. Inclusive Michel Moore, em 2005, produziu um documentário abordando estas questões referentes à assistência à saúde, nos EUA e outros países, como Canadá, Inglaterra e Cuba, onde caracteriza algumas situações típicas.

Dentro da análise das alternativas de aquisição de um ativo ou a aquisição de uma carteira de plano de saúde, no caso deste trabalho, visto a impossibilidade de uma empresa estruturada sob a forma de sociedade de capital adquirir uma cooperativa, conforme já evidenciamos anteriormente, a nova figura adotada pela Amil, conforme as reportagens contidas no periódico “O Tempo” e no “Saúde Business Web”, ambos do dia 18 de novembro de 2010, onde foi anunciada a contratação do médico Emerson Fidélis Campos, como diretor-presidente regional da Amil (região de Minas Gerais), além de anunciar investimentos em prestação de serviço de assistência à saúde. A importância do fato é a condição de dirigente do Sistema Unimed que o Dr. Emerson exercia na região, inclusive tendo concorrido à presidência da Unimed do Brasil (órgão máximo do Sistema Cooperativo Médico), em data bem recente.

Embora ainda tenhamos algumas lacunas, o processo de regulamentação e, agora, corroborado pelo alinhamento internacional determinado pelo Acordo de Basiléia II, e diante dos dados relativos a composição e distribuição do número de clientes (Beneficiários) por OPS, especialmente frente a concentração existente, será inevitável uma readequação no grupo de pequenas operadoras, possivelmente enfrentando um processo de absorção direta ou indireta e por opção ou por necessidade impositiva. A velocidade dependerá da forma como o órgão regulador irá implementar estas normas complementares, ficando a expectativa que o efeito de “*carteiras podres*” seja minimizado pela figura do “*idiota maior*”, conforme indicada por Damodaran (2004). Nas situações da primeira figura é normal termos uma massa de beneficiários com dificuldade de atendimentos, ainda que acompanhados (ou até mesmo fiscalizados diretamente pela ANS), pois a insuficiência de recursos e resultados, leva a restrição de atendimento pelos prestadores, face à chance de não recebimento ou, no mínimo, o atraso no recebimento, podendo comprometer o fluxo financeiro correspondente.

Por fim, destaca-se também a importância do segmento cooperativo na economia, bem como a necessidade de ampliarmos as análises e estudos atinentes, lembrando que o ano de 2012 foi definido como o Ano Internacional do Cooperativismo. Assim, de forma muito específica, esperamos ter contribuído com alguns itens e possibilitar a ampliação da discussão destes modelos, que partindo do valor base, apurado segundo o seu tipo societário, poderá agregar valores, tornando a negociação do tipo “ganha-ganha”, como observado em ambos os casos analisados neste estudo de caso.

Apenas para evidenciar que esta situação pode encontrar outros exemplos com resultados adversos, para finalizar, segue a transcrição de uma significativa negociação, em que há fortes manifestações indicando tratar-se de valor pago ser excessivo.

DCI - Comércio, Indústria e Serviços | Saúde | SP - Qualicorp vende controle ao grupo Carlyle - PanoramaBrasil SÃO PAULO - O grupo Qualicorp, considerado uma das maiores empresas de corretagem, serviços de consultoria e gestão de planos de saúde privados de seguros do Brasil, anunciou a venda de seu controle a dois fundos de investimentos geridos pelo gestor de fundos norte-americano Carlyle. A aquisição será feita por meio dos fundos de compras Carlyle Partners V, com ativos de US \$13,7 bilhões, e Carlyle South America Buyout Fund. O valor da transação não foi revelado. A aquisição deve impulsionar o crescimento da Qualicorp via aquisições. "Esta nova parceria vai ajudar a movimentar a Qualicorp ao próximo nível de eficiência na prestação de serviços de alta qualidade e a aumentar a nossa capacidade de fazer aquisições. Até agora, nosso crescimento tem sido essencialmente orgânico", diz Heráclito Brito, diretor-geral da Qualicorp, em comunicado. A Qualicorp atua no segmento de planos de baixo custo, tem cerca de 1,2 mil colaboradores e uma carteira de 2,8 milhões de beneficiários, segundo dados consolidados em junho de 2010. A operação está sujeita à aprovação dos órgãos reguladores brasileiros, devendo ser concluída em agosto. A Qualicorp, de corretagem, consultoria e gestão de planos de saúde privados, vendeu seu controle a dois fundos de investimentos geridos pelo Carlyle, um dos maiores dos EUA.

Assim, fica evidente que uma adequada avaliação do valor base, ou seja, o valor pela análise e valoração do ativo torna-se fundamental, mesmo que a este sejam agregados outros parâmetros indiretos, denominados por Damodaran (2004) de "*Idiota Maior*". Esta a contribuição que julgamos oportuna efetuar, procurando destacar as figuras básicas deste segmento e que envolvem a valoração destes ativos, quer totais ou parciais, por produto ou carteira.

REFERÊNCIAS

AGÊNCIA ESTADO. São Paulo: Grupo Estado, mar. 2010.

AGENDA INFORMATIVA. 3. ed. Porto Alegre: UNIMED/RS, 2002.

ALVES, S. L. *et all.* **Caderno de seguros: saúde.** Rio de Janeiro; Funenseg; 2006.

ANUÁRIO ANS 2007. Rio de Janeiro: CD ANS, 2007. Disponível em: <<http://www.ans.gov.br>>. Acesso em:

BRASIL, G. **O ABC da Matemática Atuarial.** Porto Alegre: Sulina, 1985.

BRASIL. **Constituição:** Republica Federativa do Brasil. Brasília: Senado Federal, 1988.

BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Princípios de finanças empresariais.** 5.ed. Lisboa : Mcgraw-Hill, 1999.

BTG Pactual. **Medial Saúde S.A.:** laudo de avaliação. 2009. Disponível em: <http://www.cvm.gov.br/dados/LaudEditOpa/RJ-2009-12824/20091218_LAUDO_DE_AVALIA%C3%87%C3%83O.pdf>. Acesso em: 25 maio 2009.

CAMPOS FILHO, A. **Demonstração dos fluxos de caixa:** uma ferramenta indispensável para administrar sua empresa. São Paulo. Atlas. 1999.

CONCENTRAÇÃO de plano de saúde pode ser prejudicial. **O Dia Online**, São Paulo, 14 jul. 2010. Disponível em: <<http://br.milliman.com/publications/healthcare/newsletters/pdfs/newsletter-21-07-10.pdf>>. Acesso em: 21 jul. 2010.

CONSELHO REGIONAL DE CONTABILIDADE RS, **Princípios Fundamentais de Contabilidade e Normas Brasileiras de Contabilidade.** Porto Alegre: Evangraf, 2002.

CURSO DE SEGUROS DEL CHARTERED INSURANCE INSTITUTE. **Aspectos legales y economicos del seguro.** Madrid : Mapfre, AS, 1973.

CURSO DE SEGUROS DEL CHARTERED INSURANCE INSTITUTE. **Elementos del seguro**. Madrid: Mapfre, 1973.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro, Qualitymark: 1997.

_____. **Finanças corporativas**: teoria e prática. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

DRUCKER, P. F. **Inovação e espírito empreendedor**. São Paulo: Pioneira. 1985.

_____. **Administrando para o futuro**. São Paulo: Pioneira, 1992.

EXAME.COM. São Paulo: Abril, jan. 2010. Disponível em: < <http://exame.abril.com.br/>>. Acesso em:

FALCINI, P. **Avaliação econômica de empresas**: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e fluxo de caixa. São Paulo: Atlas, 1995.

FELÍCIO; A. A. **Fundamentos do cooperativismo**. Porto Alegre: Unimed, 1994.

FERRARI FILHO, F. Políticas monetária e cambial. In.: UFRGS. FCE. NAPE. **Carta de conjuntura**: 2010: a retomada do crescimento. 2009. Disponível em: < <http://www.ppge.ufrgs.br/nape/Carta%20IV%20-%202009.pdf>>. Acesso em:

FERREIRA, W. J. **Coleção Introdução à Ciência Atuarial**. Rio de Janeiro: IRB, 1985. (Volume II)

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISA CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**. 5.ed. São Paulo : Atlas, 2000.

GOLDRATT, E. M.; COX, J. **The Goal**: a process of ongoing improvement. New York: North River Press, 1986.

HOLYOAKE, G. J. **Os 28 tecelões de Rochdale**. 6.ed. Porto Alegre: WS, 2002.

IRION; J. E. **Temas sobre saúde: planos de saúde e seguro-saúde**. Porto Alegre: Rigel, 2005.

IRON, João Eduardo. **Cooperativismo e Economia Social**. Editora STS, 1997.

MATOS, A. J. **Gestão de custos hospitalares: técnicas, análise e tomada de decisão**. São Paulo: STS, 2002.

MAY, N. L. *et al.*. **Compêndio de cooperativismo Unimed Porto Alegre**. Porto Alegre: WS Editor, 1998.

MEDIAL. Disponível em: <<http://www.medial.com.br>>. Acesso em 19 abr 2010.

MONITOR MERCANTIL. **Amil comprou por R\$ 8,6 milhões a OPS**. Disponível em: <<http://www.monitormercantil.com.br>>. Acesso em 12 mar 2010.

NYE, Joseph. **O paradoxo do poder americano: porque a única superpotência do mundo não pode prosseguir isolada**. São Paulo: UNESP, 2002.

ORGANIZAÇÃO DAS COOPERATIVAS DO RIO GRANDE DO SUL. **Cooperativismo: orientações básicas**. Porto Alegre; OCERGS; 2001.

PARVEL, E. **Reinventing the Co-operatives for the 21st century**. Oxfordshire, UK: Plunkett Foundation, Information Press, 1995.

PERIUS, V. F. **Cooperativismo e lei**. São Leopoldo: UNISINOS, 2001.

PINHO; D. B. **A doutrina cooperativa nos regimes capitalista e socialista**. São Paulo: Pioneira, 1995.

PINHO; D. B. **O cooperativismo no Brasil**. São Paulo: Saraiva, 2004.

PORTER, M. E. **Competitive strategy**: techniques for analyzing industries and competitors. New York : Free Press, c1980.

PORTER, M. E.; TEISBERG, E. O. **Repensando a saúde**: estratégias para melhorar a qualidade e reduzir os custos. Porto Alegre: Bookman, 2007.

PORTUGAL, M. S. Economia internacional. In: UFRGS. FCE. NAPE. **Carta de conjuntura**: 2010: a retomada do crescimento. 2009. Disponível em:
< <http://www.ppge.ufrgs.br/nape/Carta%20IV%20-%202009.pdf>>. Acesso em

REVISTA COBERTURA. São Paulo: Cobertura Editora, ano 19, n. 99, fev. 2010.

REVISTA FUNDOS DE PENSÃO. São Paulo: ABRAPP, n. 357, abr. 2009.

REVISTA HSM MANAGEMENT. São Paulo: HSM, n. 79, fev.2009.

ROCHA, J. H. **A globalização solidária da saúde**. Rio de Janeiro: Imagem Virtual, 2006.

SÁ, A. L. Normas contábeis em conflito. **Boletim IOB**, São Paulo, n. 19, 1995.

SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P. **Avaliação de empresas**: foco no método de fluxo de caixa descontado: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2005.

SANTOS, J. L.; SCHMIDT, P. **Avaliação de empresas: foco nos métodos relativos e na precificação de opções: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

SCHNEIDER, J. O. **As origens do cooperativismo moderno**. Compêndio de Cooperativismo. Porto Alegre: UNIMED, 1998.

SCHULZE, E. **Participação e estrutura de poder no modelo de gestão cooperativa: o caso UNIMED no RS**. 2002. Dissertação (mestrado profissional) - Universidade Federal do Rio Grande do Sul. Escola de Administração. Programa de Pós-Graduação em Administração, Porto Alegre, BR-RS, 2002.

SILVA, C. A. T.; CUNHA, J. R. **Questões para avaliação de empresas na nova economia**. Porto Alegre: UFRGS, 2003.

SINGER, P. **Sindicalismo & cooperativismo**: a economia solidária em debate: transformações no mundo do trabalho. São Paulo: Reproarte, 2007.

SMITH, T. Accounting for growth. **Revista Exame**, São Paulo, maio 1994.

STEINER NETO, F.; CARDOSO, I. B. **Contabilidade passo a passo para cooperativa de trabalho**. Porto Alegre: Metrópole, 2004.

STIGLITZ, Joseph E. **Business & Economics**. São Paulo. Atlas, 2004.

UNISINOS. **Perspectiva econômica**: cooperativismo. São Leopoldo: Unisinos, 1980.