

CRIAÇÃO DE VALOR EM OPERADORAS DE PLANOS DE SAÚDE: uma análise sob a perspectiva da regulação da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS)

EWERTON ALEX AVELAR

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

ANTÔNIO ARTUR DE SOUZA

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS (UFMG)

HUDSON FERNANDES AMARAL

UNIVERSIDADE FEDERAL DE MINAS GERAIS - UFMG

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecemos à Coordenação de Aperfeiçoamento de Pessoal de Nível Superior - CAPES.

CRIAÇÃO DE VALOR EM OPERADORAS DE PLANOS DE SAÚDE: uma análise sob a perspectiva da regulação da Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS)

1 INTRODUÇÃO

Largania *et al.* (2012) ressaltam que, no atual ambiente competitivo, a criação de valor passou a ser um dos maiores objetivos dos negócios. Nesse sentido, Vogel (2011) afirma que o princípio da maximização de valor institui que a administração deva focar primeiramente nos interesses dos proprietários. Por sua vez, Damodaran (2004) e Ross *et al.* (2015) ressaltam as decisões de investimentos como primordiais na criação de valor para as empresas.

De acordo com Angonese *et al.* (2011, p. 9), quando “o tema valor agregado passou a tomar maior importância na gestão das empresas, muitas críticas foram atribuídas ao sistema de contabilidade tradicional, pois as métricas tradicionais de desempenho não contemplavam o fator ‘valor’”. Nesse contexto, surgiu o conceito de valor econômico agregado (VEA), uma medida de criação de valor relacionada ao desempenho operacional da organização, que combina conceitos de contabilidade e finanças (VOGEL, 2011; LARGANIA *et al.* 2012; CORRÊA *et al.*, 2013). É importante salientar, contudo, que muitos autores ressaltam que não apenas as empresas deveriam focar a criação de valor em suas decisões de investimento, mas também outras organizações, como cooperativas e, até mesmo, àquelas filantrópicas, no intuito de atender às expectativas de seus *stakeholders* (SANTOS, 2002; ASSAF NETO *et al.*, 2006).

Apesar da importância dada a decisões de investimento e seu impacto na criação de valor das organizações, há uma escassez de estudos que abordem esse fenômeno no que tange às operadoras de planos de saúde (OPS) brasileiras. A Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS, 2017) e Bragança (2017) afirmam que se tratam de organizações essenciais para o sistema de saúde brasileiro, atendendo a dezenas de milhões de pessoas. Salienta-se que as operadoras são intensamente reguladas pela ANS, que influencia significativamente nas decisões financeiras, inclusive de investimentos, de tais organizações (PINHEIRO *et al.*, 2015).

Diante do exposto, o estudo apresentado neste artigo visou responder ao seguinte problema de pesquisa: *A regulação da ANS teve influência sobre a criação de valor em diferentes modalidades de OPS no período de 2010 a 2016?* Nesse sentido, o objetivo geral do estudo foi analisar as variáveis que influenciaram a criação de valor em OPS sob a perspectiva da regulação da ANS entre os anos de 2010 e 2016. Assim, foram propostos os seguintes objetivos específicos: (a) identificar variáveis regulatórias da ANS que têm potencial de influenciar a criação de valor nas OPS; (b) analisar a criação (ou destruição) de valor de diferentes modalidades de operadoras no período estudado; (c) estimar um modelo para cada modalidade de OPS que evidencie a relação entre a criação de valor das operadoras e as variáveis selecionadas; e (d) discutir as implicações dos resultados para as operadoras.

Pesquisas que analisem aspectos relacionados a decisões de investimentos e criação de valor em OPS são relevantes sob diversos aspectos. Dados da ANS (2018a) indicam que existem mais de 47 milhões de beneficiários que utilizam o sistema de saúde suplementar, ou seja, quase 23,0% da população brasileira. Contudo, muitas operadoras apresentam problemas de gestão (XAVIER, 2017; ABRAMGE, 2015). Ademais, além dos problemas já enfrentados pelas organizações de saúde no Brasil atualmente, Varella e Ceschin (2014) destacam que tal situação tende a piorar, caso essas organizações e os órgãos reguladores não mudem seu comportamento. Por fim, Bragança (2017) evidencia que a regulação da ANS sobre as operadoras têm reduzido continuamente o número dessas organizações no mercado brasileiro, criando um ambiente favorável à formação de um possível oligopólio.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Decisões de investimento e criação de valor

De acordo com Damodaran (2004), as decisões de investimentos são as mais importantes dentre as decisões financeiras, refletindo-se em um compromisso com a continuidade da organização. Em geral, diversas técnicas são empregadas para a análise de decisões de investimentos, sendo que as mais relevantes são aquelas que consideram fluxos de caixa descontados e o custo de oportunidade dos investimentos (ROSS *et al.* 2015). Dentre tais técnicas, o valor presente líquido (VPL) normalmente é bastante empregado, sendo que, conforme Copeland *et al.* (2005), é uma base para a maximização do valor dos proprietários.

Segundo Vieira (2008), um investimento com VPL positivo representaria criação de valor para a organização, enquanto um investimento com VPL negativo destruiria valor. Salienta-se que a partir da análise do valor, pode-se direcionar a gestão de uma organização. Largania *et al.* (2012) destacam que, sob a perspectiva da criação de valor, as métricas tradicionais da Contabilidade não estariam tão alinhadas ao valor para os proprietários.

Nesse contexto, surgiu o conceito de valor econômico agregado (VEA), uma medida de criação de valor relacionada ao desempenho operacional da organização (LARGANIA *et al.* 2012; CORRÊA *et al.*, 2013). De acordo com Vogel (2011), o conceito de VEA tenta determinar o lucro econômico real da empresa, combinando conceitos de contabilidade e finanças para mensurar se as operações aumentaram a riqueza dos proprietários em um período.

Salienta-se que, apesar de a criação de valor ser normalmente empregada no caso de empresas convencionais, tal conceito também pode ser aplicado a outros tipos de organizações. Santos (2002), por exemplo, ressaltam que, nas organizações cooperativas, a expectativa de seus investidores (no caso, cooperados), corresponde à maximização de prestação de serviços. Entretanto, realça o autor, entende-se que essa maximização será proporcionada com base no desempenho da cooperativa no mercado, por meio da geração de resultados operacionais que sejam capazes de promover a remuneração do capital investido na organização. Mesmo em organizações sem fins lucrativos como as filantrópicas, a criação de valor é considerada importante. Jergers (2011) afirma que as entidades sem fins lucrativos e com fins lucrativos se diferenciam no que tange à distribuição de resultados. Nesse sentido, Assaf Neto *et al.* (2006) afirmam que o objetivo maior de organizações filantrópicas deve ser maximizar os benefícios gerados com cada unidade monetária arrecadada. Assim, o lucro indicaria o uso eficiente dos recursos. Nesse caso, os autores destacam que uma forma de se calcular o custo do capital desse tipo de organização para avaliar a criação de valor é usar o custo do capital de terceiros, já que, caso não haja doações, a organização recorrerá a esse capital para sustentar suas operações.

O VEA pode ser calculado de acordo com a Equação 1, seguindo o exposto por Damodaran (2012). Segundo aqueles autores, uma organização que cria valor para o proprietário e, portanto, eleva seu valor de mercado agregado, deve ter um retorno sobre o ativo operacional líquido (RAOL) superior ao custo médio ponderado do capital (CMPC).

$$VEA = (RAOL - CMPC) \times AOL \quad (1)$$

Em que: RAOL – Retorno sobre o Ativo Operacional Líquido; CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital; e AOL – Ativo Operacional Líquido

Verifica-se que, para o adequado cálculo do VEA, é importante a mensuração do CMPC. De acordo com Largania *et al.* (2012), o CMPC é a média ponderada do custo do patrimônio líquido e o custo da dívida após os tributos. Ross *et al.* (2015) apresentam a fórmula destacada na Equação 2 para cálculo do CMPC.

$$CMPC = E/V \times R_E + D/V \times R_D \times (1 - T_c) \quad (2)$$

Em que: E – valor do patrimônio líquido; D – valor das dívidas; V – valor da empresa (Passivos somados ao Patrimônio Líquido); R_E – custo do patrimônio líquido; R_D – custo do capital de terceiros; e T_c – alíquota de tributos sobre o lucro.

O custo com capital de terceiros pode ser compreendido como o retorno que os credores exigem sobre a dívida da organização, ou seja, simplesmente a taxa de juros que a organização deve pagar sobre novos financiamentos (ROSS *et al.*, 2015). No caso do custo com patrimônio líquido, contudo, há uma maior dificuldade de mensuração. Usualmente, emprega-se o Modelo de Precificação de Ativos (*Capital Asset Pricing Model – CAPM*), assim como apresentado por Vecchi *et al.* (2013). Copeland *et al.* (2005) destacam que o CAPM tem se mostrado uma estrutura conceitual útil para se calcular o custo de capital próprio, mesmo quando há um relaxamento de algumas de suas suposições. Os referidos autores ressaltam que o custo do capital próprio pode ser obtido pelo modelo CAPM, calculado de acordo com a Equação 3.

$$E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_j + \varepsilon \quad (3)$$

Em que: $E(R_j)$ – retorno esperado do ativo j ; R_f – retorno do ativo livre de risco; $E(R_m)$ – retorno esperado do mercado; e β_j – covariância entre o retorno do ativo j e o retorno do mercado, dividido pela variância do retorno de mercado.

De acordo com Assaf Neto (2012), o emprego do CAPM no Brasil apresenta limitações significativas e que podem distorcer os resultados obtidos. Dessa forma, para o emprego adequado desse modelo no cálculo do CMPC, aquele autor recomenda a estimativa com base em uma referência das informações demandadas pelo modelo em outro mercado financeiro, que não apresente as limitações do brasileiro (normalmente, o norte-americano). Nesse sentido, ao se analisar o VEA de empresas brasileiras, Santos e Watanabe (2005), Salvi (2007) e Corrêa *et al.* (2013), por exemplo, utilizaram um modelo distinto para o cálculo do CAPM. Trata-se do modelo modificado, de acordo com a Equação 4, que é indicado por Assaf Neto (2012).

$$E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_j + CR_p + \varepsilon \quad (4)$$

Em que: $E(R_j)$ – retorno esperado do ativo j ; R_f – retorno do ativo livre de risco; $E(R_m)$ – retorno esperado do mercado; β_j – covariância entre o retorno do ativo j e o retorno do mercado dividido pela variância do retorno de mercado; CR_p – prêmio pelo risco país (*country risk premium*).

É importante ressaltar, ainda, que esses autores empregaram o beta desalavancado (β_u) setorial para o cálculo do CAPM modificado. Tal beta é destacado pelo Modelo de Hamada, primeiramente publicado em Hamada (1969) e, posteriormente, sintetizado por Rubinstein (1973 *apud* COPELAND *et al.*, 2005). Nesse caso, o modelo de Hamada, em relação ao CAPM, pode ser apresentado como na Equação 5, descrita por Copeland *et al.* (2005).

$$E(R_j) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_u + \{R_f + [E(R_m) - R_f] \times \beta_u\} \times (1 - T_c) \times B/S \quad (5)$$

Em que: $E(R_j)$ – retorno esperado do ativo j ; R_f – retorno do ativo livre de risco; $E(R_m)$ – retorno esperado do mercado; β_u – beta desalavancado do setor; T_c – alíquota de tributos sobre o lucro; e B/S – indicador Dívida sobre Patrimônio Líquido.

Por meio da igualdade entre o modelo apresentado na Equação 3 (considerando o beta alavancado) e o apresentado na Equação 5, pode-se deduzir o valor do beta alavancado (β_L) e do beta desalavancado (β_u), conforme as equações 6 e 7, respectivamente.

$$\beta_L = [1 + (1 - T_c) \times B/S] \times \beta_u \quad (6)$$

Em que: β_L – beta alavancado; β_u : beta desalavancado do setor; T_c : alíquota de tributos sobre o lucro; e B/S – indicador Dívida sobre Patrimônio Líquido.

$$\beta_u = \beta_L / [(1 - T_c) \times B/S] \quad (7)$$

Em que: β_L – beta alavancado do setor; β_u – beta desalavancado do setor; T_c – alíquota de tributos sobre o lucro; e B/S – indicador Dívida sobre Patrimônio Líquido.

No Quadro 1 apresentam-se algumas variáveis que são relevantes para a determinação do VEA de uma organização. Tais variáveis são comumente chamadas de “direcionadores de valor”. Segundo Vogel (2011), os direcionadores de valor podem ser compreendidos como componentes que expressem influência sobre o valor da organização, auxiliando os gestores na tomada de decisão. Pode-se dizer que a “análise desses indicadores deve permitir que se estude toda a cadeia de resultados que agrega valor para a empresa, assim como as áreas responsáveis pelas várias decisões, identificando seus pontos fortes e débeis” (ASSAF NETO, 2012, p. 166).

Diversas variáveis podem ser empregadas como direcionadores de valor, tais como: alíquotas de tributos, crescimento da organização, *spread* do patrimônio líquido, tamanho da empresa, margem operacional, grau de alavancagem financeira, necessidade de capital de giro e giro do ativo (COPELAND *et al.*, 2000; SANTOS; WATANABE, 2005; OLIVEIRA *et al.*, 2005; SALVI, 2007; VOGEL, 2011; LARGANIA *et al.*, 2012; ASSAF NETO, 2012; DAMODARAN, 2012; CORRÊA *et al.*, 2013). Damodaran (2012) ressalta que os direcionadores de valor são diferentes de acordo com o tipo de organização estudada.

Quadro 1 - Algumas variáveis que influenciam o VEA das organizações.

Variáveis	Descrição
Alíquotas de tributos	Os valores apurados pelo VEA devem ser considerados após os tributos.
Crescimento da organização	Nível de crescimento potencial da organização.
<i>Spread</i> do patrimônio líquido	ROE subtraído do custo do capital próprio.
Tamanho da empresa	O VEA é uma medida monetária que tem relação direta com o porte da empresa e os valores por ela movimentados.
Margem operacional	Eficiência na obtenção do resultado da organização.
Grau de alavancagem financeira	Relação entre passivos e patrimônio líquido.
Necessidade de capital de giro (NCG)	Valor do capital de giro que deve ser financiado pela organização.
Giro do ativo	Componente essencial do retorno obtido pela organização.

Fonte: Elaborado com base em Copeland *et al.* (2000), Santos e Watanabe (2005), Oliveira *et al.* (2005), Salvi (2007), Vogel (2011), Largania *et al.* (2012), Assaf Neto (2012), Damodaran (2012) e Corrêa *et al.* (2013).

2.2 Regulação da ANS sobre as OPS

Conforme a Lei nº 9.656, de 1998, uma OPS pode ser definida como uma pessoa jurídica constituída sob a modalidade de sociedade civil ou comercial, cooperativa, ou entidade de autogestão, que opere produto, serviço ou contrato de que trata o inciso I do Artigo 1º da mesma lei (BRASIL, 1998). Salienta-se que o inciso I do Artigo 1º da referida lei trata do Plano Privado de Assistência à Saúde, definido como uma prestação continuada de serviços ou cobertura de custos assistenciais a um preço pré ou pós-estabelecido, por prazo indeterminado, no intuito de garantir, sem limite financeiro, a assistência à saúde, pela faculdade de acesso e atendimento por profissionais ou serviços de saúde (BRASIL, 1998).

Segundo Costa (2008, p. 1456), “o mercado de planos privados de assistência à saúde no Brasil desenvolveu-se em um contexto institucional de baixa regulação, até fins da década de 1990”. De acordo com Ugá *et al.* (2008), a operação de planos de saúde, apesar de acontecer há mais de 40 anos no país, só passou a ser regulada em 1998, por meio da Lei nº 9.656, de 1998, que disciplinou o funcionamento desses planos e a atuação das organizações que poderiam ser definidas como operadoras. Conforme Menezes *et al.* (2016), tal legislação emergiu diante de abusos cometidos pelas OPS para mitigar riscos e aumentar sua rentabilidade e das demandas dos consumidores, entidades médicas e das secretarias de saúde.

Nesse sentido, criou-se a ANS, por meio da Lei nº 9.961, de 2000. De acordo com Veloso e Malik (2010), a regulação da ANS levou a limitações no aumento dos prêmios, à padronização de coberturas de atendimento e a uma menor diferenciação entre as operadoras, ao mesmo tempo em que houve uma grande ampliação nos direitos dos usuários. Xavier (2017)

destaca, ainda, que a regulação da ANS possibilitou traçar um perfil do setor, por meio de informações contábeis e de dados estatísticos das OPS. Gerschman *et al.* (2012, p. 470) destacam que a ANS tem uma característica que a diferencia das demais “agências regulatórias, que é a de lidar com um bem de mérito, que em nenhum caso poderia tornar-se mercadoria. Sua esfera de atuação é a proteção, o cuidado e a conservação da vida humana”.

As OPS são classificadas de diferentes formas pela ANS. De acordo com a Resolução de Diretoria Colegiada (RDC) nº 39, de 2000, as OPS devem ser classificadas em uma das seguintes modalidades: administradora (ADM), cooperativa médica (COM), cooperativa odontológica (COO), autogestão (AUT), medicina de grupo (MDG), odontologia de grupo (ODG) ou filantropia (FIL) (ANS, 2000a). A definição de cada uma dessas modalidades, pode ser observada no Quadro 2. É importante destacar que, no estudo apresentado neste artigo, não foram consideradas as OPS classificadas como ADM, pois, segundo Kudlawicz e Santos (2013), elas apenas administram os planos de saúde, não prestando qualquer tipo de assistência ao beneficiário. Também, tal como no caso do estudo de Guimarães e Nossa (2010), não foram consideradas as operadoras odontológicas (COO e ODG) devido ao fato de seu risco ser bem distinto das médico-hospitalares (AUT, COM, FIL e MDG).

Quadro 2 - Diferentes modalidades de OPS

Modalidade	Conceito
Administradora	Empresas que administram planos de assistência à saúde e não possuem rede própria de serviços médico-hospitalares, não assumem o risco decorrente da operação e são financiadas pelas OPS que as contratam.
Cooperativa médica (COM)	Classificam-se na modalidade de cooperativa médica as sociedades de pessoas sem fins lucrativos, constituídas conforme o disposto na Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que operam planos privados de assistência à saúde.
Cooperativa odontológica (COO)	Classificam-se na modalidade de cooperativa odontológica as sociedades de pessoas sem fins lucrativos, constituídas conforme o disposto na Lei nº 5.764, de 16 de dezembro de 1971, que operam exclusivamente planos odontológicos.
Autogestão (AUT)	Organizações que operam com destinação exclusiva aos seus empregados, não prestando serviços de assistência à saúde a pessoas que não possuem ligação com a organização.
Medicina de grupo (MDG)	Classificam-se na modalidade de medicina de grupo as empresas ou entidades que operam planos privados de assistência à saúde, excetuando-se aquelas classificadas nas modalidades contidas nas Seções I, II, IV e VII desta Resolução.
Odontologia de grupo (ODG)	Classificam-se na modalidade de odontologia de grupo as empresas ou entidades que operam exclusivamente planos odontológicos, excetuando-se aquelas classificadas na modalidade contida na Seção III desta Resolução.
Filantropia (FIL)	Classificam-se na modalidade de filantropia as entidades sem fins lucrativos que operam planos privados de assistência à saúde e tenham obtido o certificado de entidade beneficente de assistência social emitido pelo ministério competente, dentro do prazo de validade, bem como da declaração de utilidade pública federal junto ao Ministério da Justiça ou declaração de utilidade pública estadual ou municipal junto aos órgãos dos governos estaduais e municipais, na forma da regulamentação normativa específica vigente.

Fonte: Adaptado de ANS (2000a) e Kudlawicz e Santos (2013).

Salienta-se, ainda, a existência das seguradoras especializadas em saúde (SEG). De acordo com Albuquerque *et al.* (2008), tratam-se de sociedades seguradoras autorizadas a operar planos de saúde. Ainda conforme os mesmos autores, ao contrário das demais categorias citadas no Quadro 2, as SEG sempre tiveram um forte controle governamental, por meio da Superintendência de Seguros Privados (vinculada ao Ministério da Fazenda). As seguradoras também não foram consideradas neste estudo devido ao fato de serem poucas organizações atuando no Brasil, de serem obrigadas a atender parâmetros mais rigorosos que as demais OPS e de seus produtos não serem relacionados a uma prestação direta de serviços de assistência

médica aos beneficiários (KUDLAWICZ *et al.*, 2015). A Tabela 1 apresenta o número de beneficiários (em milhões) e de OPS médico-hospitalares ativas no período de estudo.

Tabela 1: número de beneficiários (em milhões) e de OPS médico-hospitalares ativas no período de estudo

Modalidade	AUT		COM		FIL		MDG	
	Benef.*	OPS	Benef.*	OPS	Benef.*	OPS	Benef.*	OPS
2010	5,6	240	16,4	335	1,5	93	16,1	451
2011	5,4	238	17,2	335	1,5	96	16,1	450
2012	5,5	214	17,9	326	1,5	88	16,5	384
2013	5,3	206	18,6	319	1,5	78	17,0	352
2014	5,5	202	19,5	317	1,2	76	17,0	344
2015	5,1	181	18,9	310	1,1	58	17,2	294
2016	4,9		17,8		1,0		17,4	

Fonte: ANS (2015; 2017)

Nota: * Beneficiários (em milhões)

Ao se analisar a Tabela 1, verifica-se uma queda no número de operadoras de todas as modalidades. Esse fenômeno é discutido em diversos estudos, tais como os de Silva e Loebel (2016) e Bragança (2017). Ambos os trabalhos destacaram o papel da regulação da ANS nesse fenômeno. Bragança (2017) ressalta que esse fenômeno pode gerar problemas para os beneficiários das OPS, considerando a possível formação de um oligopólio no setor.

Considerando as diversas normas relacionadas à regulação da ANS sobre as OPS no Brasil, foram desenvolvidas uma série de hipóteses sobre a sua influência sobre a criação de valor daquelas organizações. Tais hipóteses são sintetizadas no Quadro 3. Salienta-se que todas as hipóteses foram fundamentadas em leis nacionais e RDC e Resoluções Normativas (RN) emitidas pela própria ANS, com exceção da Hipótese 1. Esta foi baseada em uma Ação de Inconstitucionalidade (ADIN) do Supremo Tribunal Federal (STF).

Quadro 3: Descrição das hipóteses sobre a criação de valor das OPS estudadas

Hipótese	Descrição	Suporte
1	A proporção de contratos antigos em suas carteiras tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS. <u>Detalhamento:</u> Conforme a Ação de Inconstitucionalidade nº 1.931, de 2003, os planos de saúde contratados antes da regulação da ANS (conhecidos como “planos antigos”) não se submetem às normas dessa agência, valendo o contrato entre as partes (OPS e beneficiários) (STF, 2003).	ADIN nº 1.931/2003 (STF, 2003)
2	A idade média dos beneficiários tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS. <u>Detalhamento:</u> O estabelecimento de preços de planos de saúde individuais, decisão essencial para as OPS, deve ser realizado segundo as normas da ANS. No caso dos idosos (que mais utilizam), ressalta-se que a ANS exige que reajuste de planos de saúde dos mesmos fique restrito a um valor fixo em relação à primeira faixa etária (necessariamente a mais barata), o que fez com que as OPS tenham suas receitas reduzidas e custos alavancados (KUDLAWICZ <i>et al.</i> , 2015).	RN nº 63/2003 (ANS, 2003)
3	A proporção de beneficiários de planos coletivos em suas carteiras tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS. <u>Detalhamento:</u> O reajuste de planos de saúde individuais é distinto dos coletivos (ligados a empresas e outras organizações). Enquanto os primeiros só podem ser reajustados com autorização da ANS, os planos coletivos, com algumas limitações, são reajustados com base na negociação entre as partes (VARELLA; CESCHIN, 2014). Assim, espera-se que as OPS tenham preferências pelos planos coletivos para garantir melhor seus interesses, tal como evidenciado por Leal (2014).	RDC nº 29/2000 (ANS, 2000b)
4	O porte da OPS tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS. <u>Detalhamento:</u> A ANS considera o porte da OPS em suas normas, devido à sua capilaridade, estabelecendo tratamento diferenciado para pequenas e médias OPS. Essa agência visa reduzir as despesas administrativas das operadoras de menor porte (BALDASSARE, 2014).	RN nº 274/2011 (ANS, 2011)

5	A região de atuação da OPS tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS.	RN nº 209/2009 (ANS, 2009)
	<u>Detalhamento:</u> De acordo com a região de atuação da OPS, a ANS exige diferentes níveis de recursos próprios mínimos (Patrimônio Líquido Ajustado – PMA) e a constituição de provisões técnicas, de acordo com a RN 209/2009 (ANS, 2009). O PMA é o requisito mínimo de patrimônio que uma operadora deve possuir para operar em uma dada área, independentemente de seu porte, sendo uma espécie de “garantia”; enquanto as provisões técnicas representam o risco esperado, mensurado com base em critérios do negócio e exigem garantias reais (imóveis, títulos etc.) (PINHEIRO <i>et al.</i> , 2015).	
6	O desempenho obtido por uma OPS no IDSS tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS.	ANS (2018a)
	<u>Detalhamento:</u> Pode-se dizer que o principal instrumento adotado no programa de avaliação das OPS no Brasil é o IDSS, usado para mensurar o desempenho das operadoras. O IDSS avalia, simultaneamente, uma série de aspectos ligados às diferentes dimensões das operadoras (operacionais, sanitárias, satisfação do beneficiários etc.) (ANS, 2018b). Para obter melhores resultados em todos os índices que compõem o IDSS, espera-se que uma série de atividades (e dispêndios) extras sejam realizadas pelas operadoras.	
7	O fato de a OPS ter passado pelo regime de direção fiscal tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS.	RN nº 316/2012 (ANS, 2012)
	<u>Detalhamento:</u> Segundo Bragança (2017), o regime de direção fiscal demanda a presença de um Diretor Fiscal, designado pela ANS, que requisita remuneração paga pela OPS ao profissional que atuar na sua recuperação. Dessa forma, espera-se que uma operadora que já tenha passado pelo regime de direção fiscal tenha suas decisões financeiras mais alinhadas à regulação da ANS.	
8	O fato de a OPS ter sido registrada após a criação da ANS tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS.	Lei nº 9.961/2000 (BRASIL, 2000)
	<u>Detalhamento:</u> Tal como apresentado anteriormente, a ANS foi criada no ano 2000, pela Lei nº 9.961. Compete a essa agência “autorizar o registro e o funcionamento das operadoras de planos privados de assistência à saúde” (BRASIL, 2000). Conforme Veloso e Malik (2010), houve alterações na relação das OPS após a criação da ANS. Contudo, anteriormente, não existiam limites específicos na atuação das operadoras.	
9	A razão de dependência das OPS tem relação significativa com a criação de valor das diferentes modalidades de OPS.	RN nº 63/2003 (ANS, 2003)
	<u>Detalhamento:</u> A razão de dependência expressa “a relação percentual entre o número de menores de 15 anos, somados aos maiores de 60 anos sobre os beneficiários entre 15 e 59 anos” (ANS, 2016, p. 4). Nesse caso, espera-se que a criação de valor das operadoras seja influenciada de acordo com a proporção entre esses beneficiários e os beneficiários totais.	

Fonte: Elaborado pelos autores

3 METODOLOGIA

A pesquisa apresentada neste artigo pode ser classificada essencialmente como quantitativa, descritiva e causal segundo as classificações de Malhotra e Birks (2007). A amostra empregada consistiu de OPS classificadas como médico-hospitalares (AUT, COM, FIL e MDG) que apresentaram seus dados financeiros ao longo do período de estudo (2010 a 2016), publicamente no site da ANS. A Tabela 1 apresenta o número de operadoras analisadas ao longo do período. Destaca-se que foram coletados dados a partir de 2010, devido à significativa convergência das normas brasileiras de Contabilidade às internacionais a partir do referido ano (ERNEST & YOUNG, 2010). Já no caso do ano de 2016, este foi o ano mais recente ao qual os pesquisadores tiveram acesso durante o período de desenvolvimento da pesquisa.

Tabela 1 – Número de observações por ano e por modalidade.

Modalidade de OPS	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Total
AUT	104	102	88	94	96	96	95	675
COM	304	241	290	287	289	287	283	1.981
FIL	51	58	38	38	31	30	27	273
MDG	242	235	199	194	185	191	188	1.434
Total	701	636	615	613	601	604	593	4.363

Fonte: Dados da pesquisa.

Para o desenvolvimento da pesquisa, foram empregados essencialmente dados secundários. Foram coletados dados financeiros provenientes das demonstrações financeiras publicadas pelas organizações que compuseram a amostra, assim como dados operacionais coletados junto à ANS. É importante salientar que parte dos dados operacionais foi obtida a partir de solicitações diretas à ANS, fundamentadas na Lei nº 12.527, de 2011, conhecida como Lei de Acesso à Informação (LAI). Além disso, foram coletados dados sobre os betas desavaliados (β_u) do setor de saúde, do histórico do Tesouro Americano, da inflação americana e do prêmio pelo risco país (*Country Risk Premium* – CRP) do Brasil, para possibilitar o cálculo do VEA das organizações estudadas. Tais dados foram obtidos junto ao banco de dados Damodaran Online, mantido pelo professor Aswath Damodaran (DAMODARAN ONLINE, 2016). Todos os dados coletados foram tabulados e preparados pelos pesquisadores de forma a possibilitar a aplicação das técnicas de análises adequadas.

Ressalta-se que diversas revisões foram realizadas para garantir a integridade dos dados analisados, empregando-se técnicas, sempre que possível, que garantissem o uso de todas as observações na consecução dos objetivos da pesquisa. Nas análises nas quais os *outliers* se tornaram impeditivos, as referidas observações foram excluídas, considerando três desvios padrões para mais ou menos em relação à média, tal como desenvolvido por Baldassare (2014).

No Quadro 4 são apresentadas as variáveis relacionadas à regulação empregadas nos modelos para a análise de criação de valor (decisões de investimento) das organizações. Salienta-se que a variável BEN foi substituída pela variável TAM nas análises, uma vez que uma análise dos dados coletados comprovou que há um alto coeficiente de correlação positiva e bastante significativa (a menos de 1,0%) entre as duas variáveis, e esta última é tradicionalmente empregada, em modelos econométricos, como variável de controle.

Quadro 4 – Variáveis relacionadas à regulação das organizações estudadas

Variável	Sigla	Cálculo	Referências
Proporção de contratos antigos	ANT	$BPA \div BTO$	ANS (2018a)
Razão de dependência	DEP	$M15M60 \div OBE$	ANS (2016)
Idade média dos beneficiários	IDA	$\frac{\sum \text{Idade média dos beneficiários}}{\text{Número de beneficiários}}$	ANS (2016)
Proporção de beneficiários de planos coletivos	COL	$PCOL \div (PCOL + PIND)$	Adaptado de ANS (2016)
Porte da OPS	BEN	Número de beneficiários	Baldassare (2014) e ANS (2011)
OPS que atuaram na Região 1	CDR1	Se a operadora atua na Região 1, 1; se não, 0.	ANS (2009)
OPS que atuaram na Região 2	CDR2	Se a operadora atua na Região 2, 1; se não, 0.	ANS (2009)
OPS que atuaram na Região 3	CDR3	Se a operadora atua na Região 3, 1; se não, 0.	ANS (2009)
OPS que atuaram na Região 4	CDR4	Se a operadora atua na Região 4, 1; se não, 0.	ANS (2009)
OPS que atuaram na Região 5	CDR5	Se a operadora atua na Região 5, 1; se não, 0.	ANS (2009)
IDSS	IDSS	Valor de 0 a 1.	ANS (2016)
Registro ANS	RANS	Se a operadora foi registrada antes da criação da ANS, 0; Se não, 1.	LAI
Direção Fiscal	DF	Se a operadora já havia passado pelo regime de gestão fiscal da ANS, 0; Se não, 1.	LAI
Hospital	HOS	Se a OPS possui hospital próprio, 1; Se não, 0.	LAI

Fonte: Elaborado pelo autor.

Notas: BPA – Beneficiários de planos antigos; BTO – Total de beneficiários; M15M60 – Beneficiários menores de 15 anos e maiores de 60; OBE – Beneficiários maiores de 15 anos e menores de 60; PCOL – Beneficiários de coletivos; PIND – Beneficiários de planos individuais.

Após a coleta e o tratamento dos dados, foram aplicadas técnicas de análise sobre mesmos. Para a análise de dados, foram utilizadas as técnicas de análise de conteúdo, estatística

descritiva e a análise de regressão com dados em painel. Na pesquisa ora apresentada, a análise de conteúdo foi empregada na legislação e normas relacionadas à saúde suplementar, de forma a identificar variáveis regulatórias que pudessem influenciar o desempenho econômico-financeiro das organizações estudadas. Já a estatística descritiva foi empregada para se analisar informações sobre medidas de tendência central, assim como a dispersão dos dados econômico-financeiras e operacionais das OPS estudadas. Ressalta-se que o cálculo sobre a criação de valor foi realizado considerando o exposto nas equações de 1 a 7 deste artigo.

Por fim, no que se relaciona à análise de regressão com dados em painel, esta foi empregada para o desenvolvimento de modelos que explicassem a influência de variáveis relacionadas à regulação da ANS sobre a criação de valor das OPS estudadas. Neste caso, foi tratada como variável dependente o VEA. Foram empregadas como variáveis independentes, além das relacionadas à regulação (citadas no Quadro 4) e direcionadores de valor tradicionais (citados no Quadro 1). Para a escolha do modelo mais adequado, empregaram-se os testes específicos sugeridos por Gujarati e Porter (2011): (a) teste de Chow – Modelo *pooled ordinary least square* (POLS) versus Modelo de Efeitos Fixos (MEF); (b) teste de Breusch-Godfrey – POLS versus Modelo de Efeitos Aleatórios (MEA); e (c) teste de Hausman – MEF versus MEA. Os modelos estimados para cada modalidade de OPS são apresentados na Equação 8. Em todos os modelos, β_0 representa o intercepto, ε representa o termo de erro e os subscritos i e t especificam, respectivamente, as observações quanto às organizações e aos anos de análise.

$$\begin{aligned}
 VEA_{it} = & \beta_0 + \beta_1 \times TRIB_{it} + \beta_2 \times TAM_{it} + \beta_3 \times CRES_{it} + \beta_4 \times SPL_{it} + \beta_5 \times LUC_{it} \\
 & + \beta_6 \times GAO_{it} + \beta_7 \times HOSP_{it} + \beta_8 \times ANT_{it} + \beta_9 \times DEP_{it} + \beta_{10} \times IDA_{it} \\
 & + \beta_{11} \times COL_{it} + \beta_{12} \times CDR1_{it} + \beta_{13} \times CDR2_{it} + \beta_{14} \times CDR3_{it} + \beta_{15} \\
 & \times CDR4_{it} + \beta_{16} \times CDR5_{it} + \beta_{17} \times IDSS_{it} + \beta_{18} \times RANS_{it} + \beta_{19} \times DF_{it} \\
 & + \varepsilon_{it}
 \end{aligned} \tag{8}$$

Para avaliar a qualidade geral de ajustamento dos modelos estimados, empregaram-se o R^2 ajustado e o Teste F, tal como sugerido por Gujarati e Porter (2011). Para análise dos resíduos, foram calculados os testes de Shapiro-Wilk (para pequenas amostras) Anderson-Darling (para grandes amostras), Breush-Pagan e Durbin-Watson, para avaliar possíveis problemas de normalidade, homoscedasticidade e autocorrelação, conforme recomendado por Gujarati e Porter (2011) e Fávero (2015). Para evitar problemas com multicolinearidade, foi realizada uma análise de correlação das variáveis independentes em cada modelo e excluídas aquelas que apresentavam coeficientes estatisticamente significativos. Ressalta-se que, em casos de heteroscedasticidade e presença de autocorrelação dos resíduos, empregou-se o modelo de Arellano (1993 *apud* ARELLANO, 2003) para corrigir tais disfunções.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1 Criação e destruição de valor: análise descritiva

Nas figuras de 1 a 4, são apresentados os número de OPS que criaram (agregaram) ou destruíram (desagregaram) valor nas modalidades AUT, COM, FIL e MDG, respectivamente. Na Figura 1, observa-se o número de OPS da modalidade AUT que geraram e que destruíram valor ao longo do período de análise. Observa-se que, apenas em 2010, o número dessas operadoras que agregaram valor foi superior ao daquelas que destruíram valor. Há um crescimento quase contínuo do número de operadoras que destruíram valor ao longo do período de análise. No geral, em 62,4% das observações houve destruição de valor por partes das OPS.

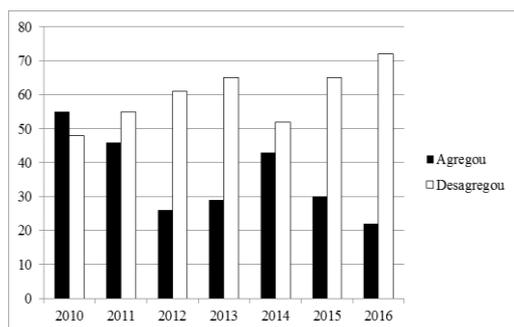


Figura 1 - Número de OPS classificadas como AUT que geraram e que destruíram valor, entre 2010 e 2016.

Fonte: Dados da pesquisa

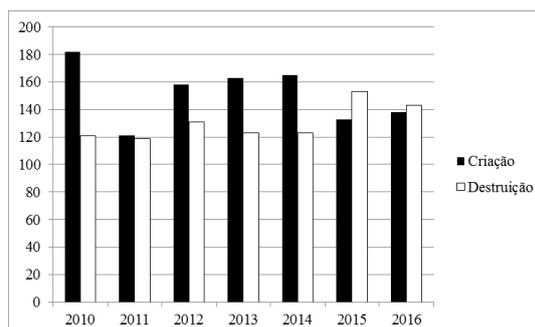


Figura 2 - Número de OPS classificadas como COM que geraram e que destruíram valor, entre 2010 e 2016.

Fonte: Dados da pesquisa

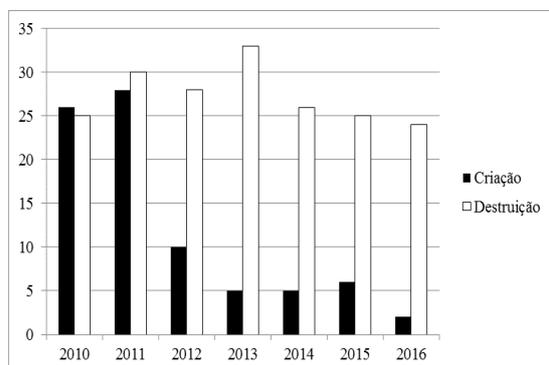


Figura 3 - Número de OPS filantrópicas que geraram e que destruíram valor, entre 2010 e 2016.

Fonte: Dados da pesquisa

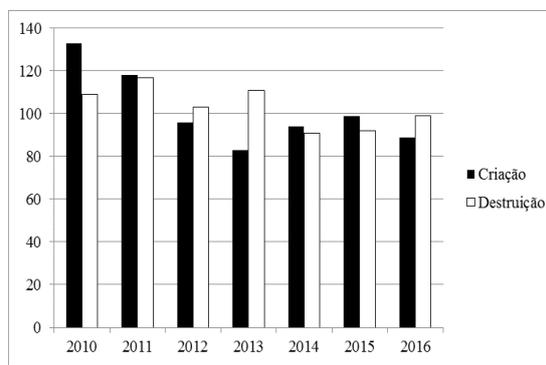


Figura 4 - Número de OPS classificadas como MDG que geraram e que destruíram valor, entre 2010 e 2016.

Fonte: Dados da pesquisa

Na Figura 2, apresenta-se o número de operadoras da modalidade COM que geraram valor e que destruíram valor ao longo do tempo. Observa-se que, até o ano de 2014, o número de operadoras classificadas como cooperativas que conseguiram criar valor foi superior ao daquelas que destruíram valor. Tal situação se inverteu em 2015 e se manteve em 2016. Contudo, no geral, houve um número maior de operadoras que criaram valor (53,7% das observações), em comparação com aquelas que destruíram valor.

Já na Figura 3, apresenta-se o número das operadoras filantrópicas que criaram e que destruíram valor no período analisado. Observa-se que, apenas no ano de 2010, o número de OPS dessa modalidade que criaram valor foi superior ao das que destruíram valor. Nos anos seguintes, o número de operadoras que destruíram valor foi bem destoante das que criaram valor, gerando a diferença mais significativa das demais modalidades de operadoras estudadas. No geral, 70,0% das observações das OPS da modalidade FIL evidenciaram destruição de valor.

Por fim, no caso das operadoras classificadas como MDG, na Figura 4, apresenta-se o número daquelas que geraram e que destruíram valor, entre os anos de 2010 e 2016. Não é possível observar tendência nem no número de operadoras que geraram valor nem daquelas que destruíram valor ao longo do tempo. No total, 50,4% das observações evidenciaram destruição de valor.

4.2 Variáveis que influenciaram a criação de valor

Na Tabela 2, apresentam-se os resultados dos modelos estimado para o VEA das operadoras AUT, COM, FIL e MDG. No caso das operadoras da modalidade AUT, sobre os resíduos, os testes de Anderson-Darling, Breusch-Pagan e Durbin-Watson demonstraram normalidade, homoscedasticidade e ausência de correlação dos mesmos, respectivamente. A

análise dos resultados da tabela dessa modalidade indica que, dentre os direcionadores de valor tradicionais, a variável SPL teve seu coeficiente significativo. Nesse caso, a positividade indica relações em consonância com a literatura. No caso das variáveis relacionadas à regulação, a variável RANS foi considerada significativa. O coeficiente negativo dessa variável indica que operadoras registradas após a criação da ANS tenderam a agregar menos valor que as demais.

Tabela 2: Resultados do modelo estimado para o VEA as operadoras estudadas

Modalidade	AUT		COM		FIL		MDG	
Modelo	MEF		MEF		MEF		MEF	
Variável	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor	Coef.	P-valor
SPL	40,51	0,00	62,73	0,00	21,41	0,37	36,44	0,00
GAF			-0,12	0,00	-0,15	0,01	-0,02	0,66
GAO	-0,12	0,73	-0,04	0,21	1,01	0,05	0,02	0,61
CRES			0,00	0,42	0,05	0,36	0,02	0,29
TAM	-0,01	0,07	0,00	0,10	-0,03	0,00	0,01	0,08
DF			0,00	0,40	-0,01	0,32	-0,01	0,02
RANS	-0,02	0,01	0,00	0,21			0,00	0,76
CDR1			0,00	0,99				
CDR2			0,00	0,50				
CDR3	0,01	0,21	0,01	0,15				
CDR4	0,00	0,55	0,01	0,00	-0,03	0,00	0,00	0,76
CDR5			0,00	0,36	0,00	0,62	0,00	0,97
HOSP	0,02	0,12	0,00	0,07	-0,02	0,34	0,00	0,60
IDA			0,00	0,65	0,01	0,36	-0,01	0,01
IDSS			0,00	0,07				
COL	-1,34	0,15	0,00	0,10	0,02	0,03	0,00	0,05
ANT	0,00	0,15	0,00	0,04	0,00	0,66	0,00	0,00
DEP			0,00	0,90	0,62	0,12	0,01	0,88
R² ajustado	43,50%		51,90%		47,00%		44,50%	
Teste F	6,61*		27,31**		4,40*		9,67**	

Fonte: Dados da pesquisa

Notas: * Significante a 5%; ** Significante a 10%

Na Tabela 2, também se apresentam os resultados do modelo VEA estimado para a modalidade COM. Sobre os resíduos, os testes de Anderson-Darling e Durbin-Watson demonstraram, respectivamente, normalidade e ausência de autocorrelação dos mesmos. Por outro lado, o teste de Breusch-Pagan demonstrou heteroscedasticidade. Para a correção dessa divergência, empregou-se o modelo de Arellano (cujos coeficientes já são apresentados na Tabela 2). A análise dos resultados indica que, dentre os direcionadores de valor, foram considerados significantes SPL e GAF. O coeficiente da primeira variável foi positivo, o que é coerente com dados da literatura. Por outro lado, o coeficiente negativo da variável GAF indica que a maior alavancagem financeira das operadoras implicou em menor agregação de valor. Já no que se refere às variáveis relacionadas à regulação, foram consideradas significantes CDR4 e ANT. Os coeficientes positivos indicam que operadoras localizadas na Região 4 (São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Porto Alegre ou Brasília ou Curitiba) e/ou que apresentaram maior proporção de planos antigos em suas carteiras agregaram mais valor que as demais.

Também são apresentados na Tabela 2, os resultados do modelo estimado para o VEA das operadoras filantrópicas. Os testes de Shapiro-Wilk, Breusch-Pagan e Durbin-Watson demonstraram, respectivamente, normalidade, homoscedasticidade e ausência de autocorrelação para os resíduos. A análise dos resultados da referida tabela indica que os direcionadores de valor considerados significantes foram TAM e GAF. O sinal negativo dos coeficientes de ambas as variáveis indica que, quanto maiores as operadoras e/ou seu nível de alavancagem financeira, menor o valor agregado por elas. Por outro lado, no que se refere às variáveis relacionadas à regulação, duas foram consideradas significantes: CDR4 e COL. O

coeficiente negativo da variável CDR4 indica que operadoras localizadas na Região 4 tenderam a agregar menos valor que as localizadas em outras regiões. Por outro lado, o coeficiente positivo da variável COL indica que operadoras com maior proporção de planos coletivos em suas carteiras tenderam a agregar mais valor.

Por fim, nas últimas colunas da Tabela 2, são apresentados os resultados do modelo estimado para criação de valor das operadoras da modalidade MDG. Sobre os resíduos, o teste de Anderson-Darling demonstrou a normalidade, enquanto os testes de Breusch-Pagan e Durbin-Watson demonstraram, respectivamente, heteroscedasticidade e a presença de autocorrelação. Para a correção dessas divergências, empregou-se o modelo de Arellano (cujos coeficientes já são apresentados na Tabela 2). A análise dos resultados da tabela supracitada indica que, dentre os direcionadores de valor tradicionais, apenas SPL foi considerada significativa. No caso desta variável, o coeficiente estimado foi positivo, indo ao encontro do esperado conforme a literatura. Já no caso das variáveis relacionadas à regulação, foram consideradas significativas IDA, DF, COL e ANT. Os coeficientes positivos destas duas últimas indicam que as operadoras com maior proporção de planos coletivos e/ou maior proporção de planos antigos em suas carteiras tenderam a agregar mais valor. Já no caso das variáveis IDA e DF, os coeficientes negativos indicaram que a maior média de idade e/ou o fato de já terem passado pelo regime de direção fiscal da ANS tenderam a reduzir o valor agregado pelas OPS. No Quadro 5 destacam-se as conclusões sobre cada uma das hipóteses desenvolvidas na seção 2.2.

Quadro 5 - Resumo das conclusões referentes às hipóteses desenvolvidas sobre os efeitos da regulação sobre a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.

Hipótese	Conclusão
H1	A proporção de contratos antigos tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H2	A idade média dos beneficiários tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H3	A proporção de beneficiários de planos coletivos tem relação significativa a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H4	O porte tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H5	A região de atuação tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H6	Não se pode afirmar que o desempenho obtido no IDSS tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H7	O fato de terem passado pelo regime de direção fiscal tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H8	O fato de ter sido registrada após a criação da ANS tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.
H9	Não se pode afirmar que o nível de dependência tem relação significativa com a criação de valor de diferentes modalidades de OPS.

Fonte: Elaborado pelos autores.

5 CONCLUSÕES

No que se refere às decisões de investimento, com foco na criação de valor, verificou-se que as OPS, frequentemente, têm criado mais valor do que destruído (com exceção daquelas da modalidade Filantropia), de acordo com os parâmetros estabelecidos na pesquisa desenvolvida. Contudo, a frequência de criação de valor não é tão superior àquela de destruição de valor, ao se analisar todo o período do estudo. Ademais, nem todas as variáveis listadas na literatura tratadas como direcionadores de valor foram consideradas significativas.

No que se refere às variáveis relacionadas à regulação, destaca-se a atuação da operadora na Região 4. Verificou-se que o fato de ter atuado em São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte e Porto Alegre ou Brasília ou Curitiba tendeu a melhorar a criação de valor para operadoras da

modalidade COM, ao mesmo tempo em que contribuiu para a destruição de valor nas OPS filantrópicas. Tratam-se de grandes capitais brasileiras, com elevado nível de renda. Contudo, as operadoras filantrópicas podem não conseguir se adaptar a um contexto de forte competição por essa renda. Essa constatação é consistente com a maior queda percentual (tanto em número de beneficiários quanto de operadoras) dessa modalidade em relação às demais ao longo do período de estudo, tal como evidenciam dados da ANS (2015; 2017).

Por outro lado, obteve-se um resultado consistente quanto ao fato de operadoras com maior proporção de planos coletivos em suas carteiras tenderem a criar mais valor. Isso pode explicar a preferência por planos coletivos em detrimento dos planos familiares, como ressalta Leal (2014), e é evidenciada pelo grande aumento do número daqueles planos em detrimento destes, conforme demonstram os dados da ANS (2016; 2017). Ademais, a maior proporção de planos antigos (variável ANT) em suas carteiras também contribuiu de forma consistente para a criação de valor das operadoras das modalidades COM e MDG. Esses planos não se submetem às normas da ANS conforme o STF (2003), possibilitando que as operadoras agissem de acordo com seus interesses na época. Assim, pode-se dizer que a maior flexibilidade da regulação da ANS tendeu a beneficiar as OPS em termos de criação de valor. Tal resultado relacionado a essa maior flexibilidade da regulação da ANS sobre as OPS (refletidas pelas variáveis COL e ANT) e a maior criação de valor das mesmas corroboram o apresentado por Veloso e Malik (2010) e Menezes *et al.* (2016).

Outro resultado importante é que o fato de se ter passado pelo regime de direção fiscal (variável DF) contribuiu negativamente para a criação de valor para as operadoras classificadas como MDG. Já a relação do porte com a criação de valor (variável TAM) foi negativa para as operadoras filantrópicas. Por fim, nas operadoras classificadas como de AUT, o seu registro após a criação da ANS (variável RANS) contribuiu negativamente para a criação de valor, enquanto a maior média de idade dos beneficiários (variável IDA) teve o mesmo efeito no caso das operadoras classificadas como MDG. A relação observada para a variável RANS pode ser relacionada à menor flexibilidade das normas (tal como nos casos das variáveis COL e ANT). Já a segunda relação observada para a variável IDA pode ser relacionada ao fato de que o envelhecimento dos beneficiários aumenta os custos assistenciais, mas há um limite no aumento das contraprestações, conforme a ANS (2003).

Com no exposto, verifica-se que as normas da ANS afetaram, de diferentes formas, as distintas modalidades de operadora, no que tange à criação de valor (ligada às decisões de investimento). Quase todas as variáveis regulatórias se mostraram significativas em diversos contextos e variaram dependendo da modalidade da OPS. Demonstra-se, assim, a relevância de se considerar as especificidades de cada uma delas nas análises.

Podem ser citadas diversas contribuições da pesquisa apresentadas neste artigo para o conhecimento na área estudada. Primeiramente, é necessário realçar a importância da regulação nas decisões financeiras das OPS no Brasil, uma vez que o estudo apresentado deixou clara a relação entre normas regulatórias e a criação de valor nessas organizações de saúde. A pesquisa também demonstrou a validade de alguns direcionadores de valor tradicionais em modelos para explicar o VEA de OPS. Outra contribuição da pesquisa foi a proposição de variáveis regulatórias para auxiliar na explicação da criação de valor em operadoras. Pesquisas futuras poderiam testar as variáveis de regulação propostas no estudo ora apresentado em outros contextos, sejam de novas amostras ou diferentes horizontes temporais. Ademais, poderiam propor novas variáveis a serem exploradas no que tange à regulação OPS e estudar o fenômeno da criação de valor sob a perspectiva da regulação em outras modalidades de operadoras conforme a classificação da ANS (2000).

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DE PLANOS DE SAÚDE - ABRAMGE. **Custo cresce mais que receita, dizem planos**. 2015. Disponível em: <http://blog.abramge.com.br/mundo-corporativo/economia-mercado/custo-cresce-mais-que-receita-dizem-planos/>. Acesso em: 11 jan. 2018.

AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR - ANS. **Resolução de Diretoria Colegiada - RDC nº 39, de 27 de outubro de 2000**. 2000a. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=Mzgw>. Acesso em: 06 dez. 2015.

_____. **Resolução de Diretoria Colegiada - RDC nº 29, de 26 de junho de 2000**. 2000b. Estabelece normas para reajuste das contraprestações pecuniárias dos planos e produtos privados de assistência suplementar à saúde. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=Mzg1>. Acesso em: 06 dez. 2015.

_____. **Caderno de Informação da Saúde Suplementar: Beneficiários, Operadoras e Planos – Junho 2017**. 2017. Disponível em: http://www.ans.gov.br/images/stories/Materiais_para_pesquisa/Perfil_setor/Caderno_informacao_saude_suplementar/caderno_informacao_junho_2017.pdf. Acesso em: 16 fev. 2018.

_____. **Caderno de Informação da Saúde Suplementar: Beneficiários, Operadoras e Planos – Março 2015**. 2015. Disponível em: http://www.ans.gov.br/images/stories/noticias/pdf/caderno_de_informa%C3%A7%C3%A3o_mar_2015_final.pdf. Acesso em: 16 fev. 2018.

_____. **Dados e Indicadores do Setor**. 2016a. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor>. Acesso em: 06 jan. 2016.

_____. **RN nº 63 de, 22 de dezembro de 2003**. Define os limites a serem observados para adoção de variação de preço por faixa etária nos planos privados de assistência à saúde contratados a partir de 1º de janeiro de 2004. 2003. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=NzQ4>. Acesso em: 16 fev. 2018.

_____. **RN nº 209, de 22 de dezembro de 2009**. Dispõe sobre os critérios de manutenção de Recursos Próprios Mínimos e constituição de Provisões Técnicas a serem observados pelas operadoras de planos privados de assistência à saúde. 2009. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MTU3MQ==>. Acesso em: 16 fev. 2018.

_____. **RN nº 274 de, 20 de outubro de 2011**. Estabelece tratamento diferenciado para pequenas e médias operadoras de planos privados de assistência à saúde [...]. 2011. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MTg2NA==>. Acesso em: 16 fev. 2018.

_____. **Resolução Normativa - RN nº 316, de 30 de novembro de 2012**. 2012. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/component/legislacao/?view=legislacao&task=TextoLei&format=raw&id=MjMxNA==>. Acesso em: 06 dez. 2015.

_____. **Dados e Indicadores do Setor**. 2016a. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/perfil-do-setor/dados-e-indicadores-do-setor>. Acesso em: 06 jan. 2016.

_____. **Programa de Qualificação de Operadoras**. 2018a. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/planos-de-saude-e-operadoras/informacoes-e-avaliacoes-de-operadoras/qualificacao-ans>. Acesso em 15 jan. 2018.

_____. **Registro de operadora**. 2018b. Disponível em: <http://www.ans.gov.br/planos-de-saude-e-operadoras/espaco-da-operadora/registro-e-manutencao-de-operadoras-e-produtos/registro-de-operadora>. Acesso em: 16 jan. 2018.

ALBUQUERQUE, C. *et al.* A situação atual do mercado da saúde suplementar no Brasil e apontamentos para o futuro. **Ciência & Saúde Coletiva**, v. 13, n. 5, p. 1421-1430, 2008.

ARELLANO, M. **Panel Data Econometrics: Advanced Texts in Econometrics**. Oxford: Oxford University Press, 2003.

ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012.

ASSAF NETO; A.; ARAÚJO, A. M. P.; FREGONESI, M. S. F. A. Gestão baseada em valor aplicada ao terceiro setor. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 17, p. 105-118, 2006.

BALDASSARE, R. M. 97 f. 2014. **Análise do desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos de saúde no mercado de saúde suplementar brasileiro**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2014.

BRAGANÇA, C. G. 115 f. 2017. **Liquidação de operadoras de planos de assistência à saúde no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2017.

BRASIL. **Lei nº 9656, de 3 de junho de 1998**. 1998. Dispõe sobre os planos e seguros privados de assistência à saúde. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/Leis/L9656.htm. Acesso em: 30 nov. 2015.

_____. **Lei nº 9.961, de 28 de janeiro de 2000**. Cria a Agência Nacional de Saúde Suplementar – ANS e dá outras providências. Brasília, 2000. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/19961.htm. Acesso em: 1 maio 2015.

COPELAND, T. E.; WESTON, J. F.; SHASTRI, K. **Financial theory and corporate policy**. 4. ed. Boston, MA: Addison-Wesley, 2005.

CORREA, C. A. et al. A estrutura de capital das maiores empresas brasileiras: análise empírica das teorias de pecking order e trade-off, usando panel data. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 14, n. 4, p. 106-133, 2013.

COSTA, N. R. O regime regulatório e o mercado de planos de saúde no Brasil. **Ciência & Saúde Coletiva**, v. 13, n. 5, p. 1453-1462, 2008.

DAMODARAN, A. **Finanças corporativas: teoria e prática**. Porto Alegre: Bookman, 2004.

_____. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value of any asset**. 3. ed. N.J.: Hoboken, Wiley, 2012.

DAMODARAN ONLINE. **Data**. 2016. Disponível em: <http://people.stern.nyu.edu/adamodar/>. Acesso em: 5 jan. 2016.

ERNST & YOUNG; FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Manual de normas internacionais de contabilidade: IFRS versus normas brasileiras**. São Paulo: Atlas, 2010.

FÁVERO, L. P. **Análise de Dados: Modelos de Regressão com Excel®, Stata® e SPSS®**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2015.

GERSCHMAN, S.; UGÁ, M. A. D.; PORTELA, M. LIMA, S. M. L. O papel necessário da Agência Nacional de Saúde Suplementar na regulação das relações entre operadoras de planos de saúde e prestadores de serviços. **Revista de Saúde Coletiva**, Rio de Janeiro, v. 22, n. 2, p. 463-476, 2012.

GUIMARÃES, A. L. S.; NOSSA, V. Working capital, profitability, liquidity and solvency of healthcare insurance companies. **Brazilian Business Review**, v. 7, n. 2, p. 37-59, 2010.

GUJARATI, D.; PORTER, D. C. **Econometria básica**. 5 ed. Porto Alegre: AMGH, 2011.

HAMADA, R. S. Portfolio analysis, market equilibrium and corporation finance. **The Journal of Finance**, v. 24, n. 1, p. 13-31, 1969.

JEGERS, M. Financing constraints in nonprofit organisations: A ‘Tirolean’ approach. **Journal of Corporate Finance**, v. 17, p. 640–648, 2011.

KUDLAWICZ, C.; SANTOS, J. L. Perfil financeiro das empresas brasileiras operadoras de planos de saúde: um estudo exploratório. **Revista Eletrônica Conhecimento Interativo**, v. 7, n. 1, p. 30-47, 2013.

KUDLAWICZ, C.; STEINER NETO, P. J.; FREGA, J. R. Homogeneidade e rentabilidade: o caso das operadoras de planos de saúde. **Revista de Informação Contábil**, v. 9, n. 1, p. 50-67, 2015.

LARGANIA, M. S.; KAVIANI, M.; ABDOLLAHPOUR, S. A review of the application of the concept of Shareholder Value Added (SVA) in financial decisions. **Procedia - Social and Behavioral Sciences**, v. 40, p. 490-497, 2012.

LEAL, R. M. O mercado de saúde suplementar no Brasil: regulação e resultados econômicos dos planos privados de saúde. In: JORNADA DE ESTUDOS DE REGULAÇÃO, 8. Rio de Janeiro, **Anais...**, Rio de Janeiro, 2014.

MALHOTRA, N. K. BIRKS, D. F. **Marketing Research: An Applied Approach**. 3 ed. Harlow: Prentice Hall, 2007.

MENEZES, J. P. C. B. *et al.* Estudo sobre o capital de giro das operadoras de planos de saúde atuantes no Vale do Mucuri - MG. **Revista Eletrônica das Faculdades Integradas Vianna Júnior**, v. 7, n. 2, p. 202-228, 2016.

OLIVEIRA, E. S.; MARTIN, D. M. L.; NAKAMURA, W. T. Direcionadores de Valor no Setor de Saúde no Brasil. In: ANAIS DO ENCONTRO DA ANPAD, 28. Brasília, **Anais...**, 2005.

ROSS, S. A. *et al.* **Administração financeira**. 10 ed. São Paulo: AMGH Editora, 2015.

SALVI, A. **A relação do retorno das ações com o EVA®, com o lucro residual e com as medidas contábeis tradicionais: um estudo empírico aplicado às empresas brasileiras de capital aberto**. 93 f. 2007. Dissertação (Mestrado em Controladoria e Contabilidade) – Universidade de São Paulo, Ribeirão Preto, 2007.

SANTOS, E. Criação de valor econômico em cooperativas agroindustriais. **Organizações Rurais & Agroindustriais**, v. 4, n. 1, p. 1-14, 2002.

SANTOS, J. O.; WATANABE, R. Uma análise da correlação entre o EVA® e o MVA® no contexto das empresas brasileiras de capital aberto. **Caderno de Pesquisas em Administração**, São Paulo, v. 12, n. 1, p. 19-32, 2005.

SILVA, V. V.; LOBEL, E. Análise do desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos privados de saúde do setor brasileiro de saúde. **Revista de Administração Hospitalar e Inovação em Saúde, Belo Horizonte**, v. 13, n. 3, p. 1-21, 2016.

SUPREMO TRIBUNAL FEDERAL. **Ação direta de inconstitucionalidade** (Med. liminar) – 1931. 2003. Disponível em: <http://www.stf.jus.br/portal/peticaoInicial/verPeticaoInicial.asp?base=ADIN&s1=1931&processo=1931>. Acesso em: 10 fev. 2017

UGÁ, M. A. D. *et al.* Uma análise das operadoras de planos próprios de saúde dos hospitais filantrópicos no Brasil. **Cadernos de Saúde Pública**, Rio de Janeiro, v.24, n.1, p.157-168, 2008.

VARELLA, D.; CESCHIN, M. **A saúde dos planos de saúde: os desafios da assistência privada no Brasil**. São Paulo: Paralela, 2014.

VECCHI, V.; HELLOWELL, M.; GATTI, S. Does the private sector receive an excessive return from investments in health care infrastructure projects? Evidence from the UK. **Health Policy**, v. 110, 243– 270, 2013.

VELOSO, G. G.; MALIK, A. M. Análise do desempenho econômico-financeiro de empresas de saúde. **RAE-eletrônica**, v. 9, n. 1, art. 2, 2010.

VIEIRA, C. Gestão pública e relação público-privada na saúde. **Revista de Administração Hospitalar e Inovação em Saúde**, v. 12, n. 1, p. 85-100, 2015.

VOGEL, H. Do privatized airports add financial value? **Research in Transportation Business & Management**, v. 1, p. 15–24, 2011.

XAVIER, D. O. **Variáveis determinantes do desempenho econômico-financeiro de operadoras de planos de saúde**. 2017. 185 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Universidade Federal de Minas Gerais, Belo Horizonte, 2017.