



Universidade Federal de Uberlândia - UFU
Instituto de Economia e Relações Internacionais - IERI

**CRESCIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS VIA
FUSÕES EAQUISIÇÕES NOS ANOS 2019-2024**

João Vitor Mendes Cardoso

Uberlândia

2025

João Vitor Mendes Cardoso

**CRESCIMENTO DAS EMPRESAS BRASILEIRAS VIA FUSÕES E
AQUISIÇÕES NOS ANOS 2019-2024**

Trabalho de conclusão de curso apresentado pelo
Instituto de Economia e Relações Internacionais da
Universidade Federal de Uberlândia como requisito
obrigatório para obtenção do título de bacharel em
Ciências Econômicas.

Orientadora: Prof.^a. Dra. Ana Paula Macedo de Avellar.

Uberlândia - MG

2025

Sumário

1. Introdução.....	4
2. Crescimento da firma: debate teórico e conceitual.....	5
2.1 Formas de crescimento das empresas.....	5
2.2 Crescimento externo por meio de F&A.....	6
2.3 Acesso a recursos e desafios na avaliação/integração desses.....	8
3. Uma análise histórica das fusões e aquisições no Brasil durante 1990 a 2020.....	10
3.1 Fusões e aquisições no Brasil na década de 1990.....	10
3.2 Fusões e aquisições no século XXI (2001–2020)	12
4. Análise.....	15
4.1 Contexto e Metodologia da Análise.....	15
4.2 Análise da aquisição do Grupo BIG pelo Carrefour.....	16
4.2.1 Contexto das Empresas e Setor.....	16
4.2.2 Motivação e Estratégias.....	17
4.2.3 Análise de Resultados Pós Aquisição.....	19
4.3 Análise da Fusão da Hapvida com a NotreDame Intermédica.....	24
4.3.1 Contexto das Empresas e Setor.....	24
4.3.2 Motivações e Estratégias.....	25
4.3.3 Análise de Resultados Pós Aquisição.....	26
5. Conclusão.....	28
6. Referências Bibliográficas.....	30

1. Introdução

As Fusões e Aquisições (F&A) podem ser consideradas importantes estratégias de crescimento das empresas, de ganhos de sinergia operacionais e de custo. As fusões são aquelas operações em que as companhias se unem e as aquisições são os processos em que uma empresa adquire outra. Alguns tipos de F&A são: aquisições de controle (51% ou mais) aquisições de minoria (49% ou menos), *stake* total, etc. (SPACE, INSIGHT; 2022).

O presente estudo se justificativa pelo fato de que atualmente as empresas vêm adotando estratégias de crescimento via F&A de maneira recorrente. Portanto, o estudo vai identificar o crescimento empresarial via F&A, suas motivações e resultados, possibilitando que elas possam tomar melhores decisões para seus modelos de expansão e crescimento.

A pergunta principal de pesquisa é: quais motivações levaram as empresas a realizarem F&A? E além disso, seus desafios e resultados com a estratégia executada. A hipótese do estudo é que, ao longo dos anos 2000, as empresas brasileiras vêm adotando a estratégia de crescimento via F&A para melhorar seu desempenho, medido pelas margens, crescimento da receita e lucratividade.

Com o objetivo de analisar o comportamento das empresas brasileiras que realizaram F&A ao longo dos anos 2000 e identificar as motivações para a adoção desta estratégia de crescimento, bem como alguns indicadores de desempenho (crescimento da Receita/Lucro; aumento da produtividade/vendas; integração vertical; inovação; número de produtos e diversificação, e *market share*).

O trabalho tem uma finalidade aplicada, visto que será analisado as F&A que ocorreram pelo período definido, com um objetivo exploratório já que serão investigadas fusões e aquisições realizadas nos anos 2000. Outrossim, o procedimento a ser utilizado será tanto qualitativo, já que será realizado uma pesquisa bibliográfica, pesquisa documental, levantamento e estudo de caso, para analisar as razões e resultados das F&A. Como também serão analisados dados quantitativos, analisando indicadores financeiros das empresas analisadas.

A metodologia que será utilizada é a histórico-dedutivo pois, o trabalho discute sobre o crescimento das companhias via F&A, como aconteceram e seus motivos, e analisa dados financeiros após estas fusões e aquisições. Portanto, verificando os principais casos e as empresas que mais realizaram essa estratégia nos anos 2000, e buscando entender os seus respectivos resultados após tal decisão.

Os dados coletados serão secundários, primeiramente, será observado os dados de atos de concentração do CADE para que possa encontrar os casos específicos a serem analisados.

Posteriormente, será coletado dados de empresas em seus sites de relações com investidores (Formulários de referência, apresentação de resultados, demonstrações contábeis, apresentações da operação, apresentação institucional e demais documentos auxiliares).

Dessa forma, este trabalho estrutura-se em três grandes partes: inicialmente, uma revisão teórica sobre as formas de crescimento empresarial com foco em fusões e aquisições; em seguida, um resgate histórico da evolução das F&A no Brasil entre 1990 e 2020; por fim, realiza-se a análise de dois estudos de caso contemporâneos (a aquisição do Grupo BIG pelo Carrefour e a fusão entre Hapvida e NotreDame Intermédica) a fim de compreender as motivações, estratégias e os resultados práticos dessas operações.

2. Crescimento da firma: abordagem teórica e conceitual

2.1 Formas de crescimento das empresas

Edith Penrose apresenta Economia Industrial várias justificativas pelas quais as empresas buscam crescer, mostrando tanto seus planos internos quanto suas reações aos fatores externos de mercado. Uma razão importante é a busca por maior eficiência e economias de escala. As empresas tendem a crescer para alcançar maiores economias de escala, reduzindo seus custos de cada produto ou serviço, melhorando sua competitividade e aumentando seus lucros. Outrossim, o crescimento auxilia também na diluição de custos fixos, investimentos em tecnologias, intangíveis, que irão melhorar a eficiência operacional (PENROSE, 2009).

A autora identifica que outro motivo para o crescimento é a diversificação de riscos, em que o crescimento por diversificação, ajuda a firma a reduzir sua dependência/exposição de mercados ou produtos específicos. A diversificação pode ser horizontal, entrando em novos mercados com produtos relacionados, ou vertical, através do controle de mais etapas na cadeia de produção.

Além disso, Penrose ressalta a exploração de recursos subutilizados como um impulsionador do crescimento. Já que algumas vezes firmas possuem recursos e capacidades subutilizados, é possível que com o crescimento estes recursos sejam empregados de maneira mais eficaz, maximizando os retornos dos ativos já possuientes (PENROSE, 2009).

O crescimento pode ser também uma resposta estratégica à competição e ao posicionamento de mercado. Firmas podem buscar crescer para aumentar seu *market share* ou mantê-lo em um cenário de crescimento do setor evitando ser marginalizadas pelos seus concorrentes. Além de que, para Penrose (2009), a expansão da firma pode aumentar seu poder de barganha com fornecedores e compradores.

O debate aponta para a existência de várias formas pelas quais as empresas podem crescer, tais como: crescimento interno, diversificação e integração vertical. Para Penrose, essas estratégias refletem tanto a reação a fatores de mercado quanto o uso eficiente de recursos internos, sendo fundamentais para ganhos de escala, redução de riscos e aumento da competitividade.

Por crescimento interno entende-se como a expansão das operações existentes, aumentando a produção e a venda de seus produtos, advindo de investimentos em novas capacidades de produção ou maior eficiência das operações atuais. Como também, o desenvolvimento de novos produtos, para que a firma possa atingir novos clientes e mercados, promovendo o crescimento interno.

Outra forma de crescimento é a diversificação, que pode ser a relacionada e não relacionada. Na diversificação relacionada, a firma expande para áreas que semelham com suas operações atuais, compartilhando assim suas competências e seus recursos. Já na diversificação não relacionada, a firma entra mercados novos, exigindo novas habilidades e conhecimentos (PENROSE, 2009).

Os investimentos em inovação e pesquisa e desenvolvimento (P&D) são muito importantes para desenvolver novas tecnologias, habilidades e produtos, abrindo novos mercados e adquirindo vantagens competitivas, que habilitam o crescimento da empresa. As alianças estratégicas e parcerias com outras firmas que permitem o compartilhamento de recursos, tecnologias e competências, facilitando o crescimento sem necessidade de maiores investimentos (PENROSE, 2009).

E por fim, Penrose destaca o crescimento por fusões e aquisições. As aquisições em que firmas compram outras empresas, seja para acessar novos mercados, tecnologias ou produtos, ou para ampliar a capacidade produtiva das empresas, ganhar mercados etc. E as fusões, que combinam empresas, com objetivo de juntar competências, capacidades para que alcance seus objetivos juntas.

2.2 Crescimento externo por meio de F&A

O crescimento externo das empresas via F&A (fusões e aquisições) é uma estratégia que permite que as empresas consigam alcançar seus objetivos mais rápidos, seja expandir rapidamente suas operações, diversificar suas atividades e melhorar seu posicionamento de mercado. Esta operação que é diferente do crescimento interno, visto que não aumenta ou expande suas capacidades com investimentos em sua operação atual (*greenfield*), mas sim alteram a propriedade da empresa, e possivelmente a organização de ativos que já existem na companhia (BRITO; KUPFER e HASENCLEVER, 2012).

Esta estratégia de crescimento por meio de F&A representa uma transformação significativa na estrutura e nas estratégias das firmas. Não limitando apenas em uma expansão geográfica ou de portfólio, mas também envolve mudanças profundas na cultura organizacional, nas operações, e possivelmente nos valores e essências dos negócios envolvidos (BRITO; KUPFER e HASENCLEVER, 2012).

As motivações para empresas realizarem fusões e aquisições (F&A) são diversas e variam conforme o contexto estratégico e as necessidades específicas de cada firma. Estas transações são frequentemente utilizadas para alcançar um **crescimento rápido**, possibilitando para as organizações que aumentem significativamente sua participação no mercado, expandindo sua localização, ou acessando novos segmentos de forma mais eficaz e rápido que por um crescimento orgânico. Outro motivador para as empresas, é a **diversificação de riscos**, que por através de F&A, elas conseguem reduzir sua vulnerabilidade de um único mercado ou tecnologia, adquirindo ou somando tecnologias, produtos e mercados. Além claro, de conseguirem possuir uma **sinergia operacional e financeira**, para conseguirem ter maior acesso a capital e investimentos e menores custos (GAUGHAN, 2018).

Nesse sentido, este crescimento é guiado pela busca de sinergias, onde a aquisição e combinação de empresas podem resultar em maiores reduções de custo, eficiências, alavancagem competitiva em comparação com a concorrência. Permitindo assim, que as empresas alcancem uma escala/posicionamento que seria difícil ou demorado para que alcançasse organicamente (BERK; DEMARZO, 2016).

Portanto, o que ditará o processo de crescimento através desta estratégia é a busca de sinergia entre as empresas, logo, o este tema é central nas discussões sobre F&A. Existem vários tipos de sinergias que podem ser realizadas e como elas contribuem para o sucesso de F&A. As **sinergias operacionais**, que envolvem benefícios como economia de escala, onde a fusão das empresas pode permitir a produção de bens ou serviços em maior escala, reduzindo os custos. As economias de escopo, que também é considerada uma sinergia operacional, que se referem à eficiência que é gerada ao possuir uma maior variedade de produtos ou serviços, que compartilham recursos de produção ou distribuição e assim diminuindo custos (GAUGHAN, 2018).

Já as **sinergias financeiras** que incluem vantagens como ter melhor acesso a financiamentos, onde a empresa tem seu perfil de risco reduzido, e melhores condições de financiamentos. Além disso, a otimização fiscal também pode ser considerada outro tipo de sinergia financeira, permitindo que as empresas possam aproveitar diferenças nos regimes fiscais, utilizando de créditos fiscais acumulados ou a reestruturação de ativos (otimizando carga tributária) (GAUGHAN, 2018).

As **sinergias de mercado**, podem resultar em um aumento da participação de mercado, melhorando e fortalecendo a posição da empresa. Além de auxiliar na diversificação de portfólio e geográfica da firma, visto que a aquisição de uma empresa que está nas áreas de mercado desejadas, é uma forma de conseguir atuar neste mercado (GAUGHAN, 2018).

E por fim, as **sinergias de talento** que envolvem o compartilhamento do conhecimento das empresas, fortalecendo as competências em áreas de pesquisa e desenvolvimento (R&D), marketing e gestão operacional. A integração de diferentes culturas, mesmo que seja difícil a adaptação, pode levar a uma gestão mais inovadora e adaptável (GAUGHAN, 2018).

2.3 Acesso a recursos e desafios na avaliação/integração destes

Em busca de crescimento e fortalecimento no mercado, empresas recorrem às fusões e aquisições. No entanto, esse processo pode trazer desafios relevantes, como obstáculos operacionais, culturais e regulatórios, que colocam em risco o sucesso da estratégia.

Na perspectiva da abordagem visão baseada em recursos (VBR), fusões e aquisições são vistas como formas de adquirir recursos valiosos que uma empresa não possui internamente. Esses recursos podem incluir tecnologias, competências específicas ou acesso a novos mercados que são essenciais para sustentar e expandir a vantagem competitiva. Para garantir uma vantagem competitiva sustentável, a empresa deve usar os recursos adquiridos para criar capacidades que os concorrentes não possuem. É essencial que os recursos sejam difíceis de imitar, para que a vantagem competitiva seja duradoura e não facilmente replicável. (PACHECO; TEIXEIRA; ANTUNES; et al., 2023)

Uma das chaves para o sucesso nas F&A é a *due diligence* adequada. É crucial avaliar se os recursos da empresa-alvo são valiosos, raros, inimitáveis e não substituíveis. Após a aquisição, a integração eficaz desses recursos é fundamental para criar sinergias e maximizar o valor. (PACHECO; TEIXEIRA; ANTUNES; et al., 2023)

Porém, os desafios e riscos das fusões e aquisições são numerosos e podem impactar não apenas o sucesso da transação, mas de toda a operação da firma. Sendo um dos principais desafios, a integração cultural e operacional, onde a fusão de culturas e operações empresariais distintas podem levar a conflitos, perda de talentos, piora da visão do mercado e clientes. Outrossim, a superestimação das sinergias é uma questão comum, onde as sinergias projetadas durante o processo de negociação da F&A não se resultam na prática, devido a estimativas e premissas excessivamente otimistas, dificuldades na integração, ou resistência às mudanças internamente (BERK; DEMARZO, 2016) (PACHECO; TEIXEIRA; ANTUNES; et al., 2023).

Além disso, as fusões e aquisições podem enfrentar obstáculos regulatórios e legais significativos. Os órgãos reguladores podem impor restrições, bloquear transações com base em preocupações com concentração, entre outros motivos, que podem dificultar e até mesmo inviabilizar a transação. O custo e o financiamento também podem se tornar itens críticos, pois o processo de realização de uma fusão ou aquisição pode ser muito custoso, envolvendo não apenas o preço de compra que pode ser extremamente alto, mas custos legais, consultivos e de integração que podem impactar as finanças da empresa (BERK; DEMARZO, 2016).

O desempenho da empresa também é uma preocupação, por mais que o objetivo das F&A seja crescimento e eficiência, muitas fusões e aquisições falham em agregar valor afetando o desempenho da empresa. O desempenho financeiro, pode não atender as expectativas, por diversos motivos como, problemas de integração, perdas de clientes, ou falhas na execução da transação (BERK; DEMARZO, 2016).

Portanto, embora as F&A ofereçam oportunidades de geração de valor e vantagem competitiva, seu sucesso depende de uma avaliação criteriosa dos recursos adquiridos, de uma integração eficiente e da superação de desafios operacionais, culturais e regulatórios.

3. Uma análise histórica das fusões e aquisições no Brasil durante 1990 a 2020

A presente seção tem como objetivo apresentar uma análise das fusões e aquisições que ocorreram no Brasil no período de 30 anos (1990-2020) buscando encontrar evidências de que houve aumento na adoção dessa estratégia de crescimento pelas empresas atuantes no país ao longo do período.

3.1 Fusões e Aquisições no Brasil na Década de 1990

A década de 1990 marcou uma era de profundas transformações na economia brasileira, impulsionada por uma série de reformas que buscavam modernizar o país e integrá-lo ao mercado global. Com o início do governo de Fernando Collor de Mello, em 1989, o Brasil passou por um processo de abertura econômica que foi crucial para a consolidação de fusões e aquisições (M&A) como uma ferramenta estratégica para as empresas. A intenção era reduzir o papel do Estado na economia, promover a competitividade e atrair investimentos estrangeiros. Essas mudanças foram fundamentais para redefinir o ambiente de negócios no Brasil, especialmente em setores que anteriormente eram dominados por empresas estatais (MIRANDA; MARTINS, 2000; KPMG, 2000).

Por isso, o programa de privatizações teve um papel central. Empresas estatais em setores estratégicos, como telecomunicações, energia e mineração, foram gradualmente vendidas à iniciativa privada. Esse movimento não apenas trouxe um influxo significativo

de capital estrangeiro, mas também abriu o caminho para uma série de fusões e aquisições, que foram vitais para a reestruturação dessas empresas e a modernização de suas operações. A entrada de investidores internacionais introduziu novas tecnologias e práticas de gestão, o que acelerou o desenvolvimento de infraestrutura e serviços no Brasil (MIRANDA; MARTINS, 2000; KPMG, 2000).

Um exemplo claro desse impacto foi a privatização da Telebrás, realizada em 1998. Antes controlada pelo Estado, a Telebrás detinha o monopólio das telecomunicações no Brasil. A empresa foi dividida em 12 subsidiárias regionais e uma empresa nacional, todas vendidas para diferentes consórcios privados. Essa reestruturação foi um divisor de águas para o setor, abrindo o mercado de telecomunicações para a concorrência e permitindo a entrada de grandes operadoras internacionais, como a Telefônica e a Embratel. Essa nova dinâmica trouxe melhorias significativas na qualidade dos serviços, na expansão da cobertura e na inovação tecnológica. A receita do setor no ano de 1998 foi R\$ 10 bilhões, a qual foi 13x maior na próxima década (MIRANDA; MARTINS, 2000).

Outro setor profundamente impactado foi o de energia, onde a privatização de empresas como a Companhia Vale do Rio Doce (atualmente conhecida como Vale) teve um efeito transformador. A Vale, que foi privatizada em 1997, era uma das maiores empresas estatais de mineração do mundo, mas enfrentava desafios relacionados à eficiência operacional e à capacidade de investimento. A privatização permitiu que a empresa se modernizasse, adotasse novas tecnologias e expandisse suas operações globalmente. Sob gestão privada, a Vale se consolidou como uma líder mundial no setor de mineração, destacando-se por sua competitividade e presença em mercados internacionais (MIRANDA; MARTINS, 2000; KPMG, 2000).

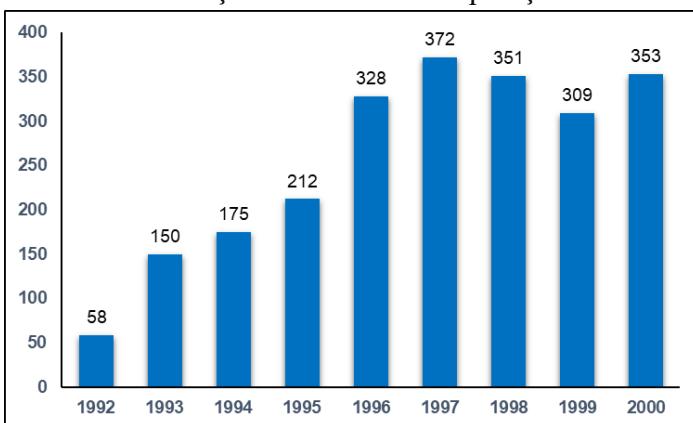
A privatização da Vale não foi apenas uma transação financeira significativa; ela representou um marco na história econômica do Brasil, exemplificando como as políticas de privatização e fusões e aquisições poderiam transformar empresas estatais em gigantes globais. A venda da Vale gerou debates acalorados na época, com críticas sobre a perda de controle estatal sobre um ativo estratégico. No entanto, os resultados econômicos foram amplamente positivos, com a empresa se tornando uma das mais eficientes e lucrativas do mundo em seu setor, contribuindo significativamente para a balança comercial brasileira. Por exemplo: Entre 1990 e 2010, a receita da Vale passou por uma significativa expansão. Em 1990, a receita era cerca de US\$ 1,8 bilhões, aumentando para aproximadamente US\$ 3,7 bilhões em 2000. Durante a década de 2000, a receita continuou a crescer de maneira robusta, atingindo US\$ 11,6 bilhões em 2006 e US\$ 21 bilhões em 2008, impulsionada pelo aumento global na demanda por minério de ferro e outros metais. Apesar de uma queda para US\$ 14,8

bilhões em 2009 devido à crise financeira, a receita recuperou-se e alcançou cerca de US\$ 34,1 bilhões em 2010 (KPMG, 2000).

As fusões e aquisições durante a década de 1990 não se limitaram apenas aos setores de telecomunicações e energia. O setor bancário também passou por uma intensa consolidação, impulsionada pela necessidade de criar instituições financeiras mais robustas e capazes de competir em um mercado cada vez mais integrado globalmente. A fusão do Banco Real com o ABN AMRO, em 1998, exemplificou essa tendência de consolidação, que ajudou a formar conglomerados bancários mais resilientes. Essa consolidação foi crucial para que os bancos brasileiros pudessem enfrentar crises econômicas futuras e se posicionar como *players* significativos no cenário financeiro internacional (KPMG, 2000).

A abertura econômica e o aumento das fusões e aquisições também evidenciaram a necessidade de regulação. Para garantir que essas transformações ocorressem de maneira equilibrada e benéfica para a economia como um todo, foram criadas agências reguladoras independentes, como a Agência Nacional de Telecomunicações (ANATEL) e a Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL). Essas agências tiveram a responsabilidade de monitorar e regular os setores privatizados, assegurando que as empresas operassem de acordo com as normas de mercado, promovendo a concorrência e protegendo os interesses dos consumidores (MIRANDA; MARTINS, 2000; KPMG, 2000).

Gráfico 1: Total de transações de Fusões e Aquisições durante 1992 a 2020



Fonte: KPMG (2000); CADE; Elaboração própria.

Conseguimos enxergar o crescimento das F&As principalmente a partir de 1993 com 58 transações, com seu ápice em 1997 com 372 transações. O total das transações no período foi de 2308 casos de F&As.

Portanto, os anos 90 foi um período de profundas transformações na economia brasileira. As fusões e aquisições desempenharam um papel central na modernização dos setores estratégicos, permitindo que o Brasil se integrasse de maneira mais competitiva ao

mercado global. As privatizações, particularmente a da Telebrás e da Vale, exemplificaram como a transferência de controle estatal para a iniciativa privada pode, quando bem regulada, resultar em empresas mais eficientes e competitivas. No entanto, esse processo também destacou a importância de uma regulação eficaz.

3.2 Fusões e Aquisições no século XXI (2001-2020)

As duas primeiras décadas do século XXI foram marcadas por significativas transformações na economia brasileira, refletidas no cenário de fusões e aquisições (M&A). A análise desse período revela dois momentos distintos: a década de 2000, caracterizada por uma fase de expansão e consolidação de setores estratégicos com forte presença de capital estrangeiro, e a década de 2010, marcada por crises econômicas e políticas, desinvestimentos, e uma lenta recuperação, especialmente nos setores de tecnologia e energia renovável. Esse panorama mostra como as M&A foram instrumentos essenciais para a reestruturação e modernização das empresas brasileiras, permitindo que o país se adaptasse às mudanças globais e locais (ANDARI, 2009).

Durante a década de 2000, o Brasil experimentou um crescimento econômico robusto, impulsionado por fatores como a estabilidade macroeconômica alcançada no final dos anos 1990 e o *boom* das *commodities*, que elevou a demanda global por produtos brasileiros, especialmente da China. Esse ambiente favorável estimulou uma onda de fusões e aquisições, permitindo a consolidação de grandes empresas em setores estratégicos. Com isto, as fusões permitiram que as empresas brasileiras se modernizassem e ampliassem suas operações, aumentando a qualidade dos serviços prestados e a eficiência. Vale ressaltar também, a entrada significativa de capital estrangeiro, atraído por esse cenário macro do país e pelo potencial de crescimento do Brasil. Tendo alguns setores com maiores concentrações de transações durante este período, como o financeiro, de telecomunicações e o de energia/matérias-primas.

Primeiramente, o setor financeiro foi um dos principais beneficiários desse cenário. Grandes transações de fusões e aquisições ajudaram a consolidar o setor, criando instituições financeiras mais fortes e competitivas. Um dos exemplos mais marcantes foi a fusão entre o Banco Itaú e o Unibanco em 2008, que resultou na criação de um dos maiores conglomerados financeiros da América Latina. Essa fusão e outra, foram essenciais para que os bancos brasileiros, conseguissem competir com grandes corporações internacionais (ANDARI, 2009).

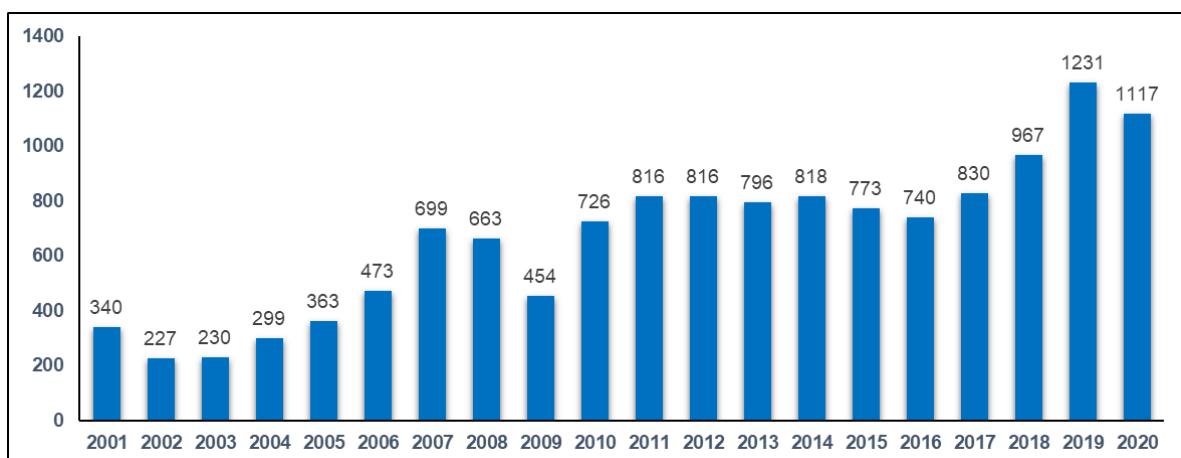
Já o segundo setor, o de telecomunicações também passou por uma transformação significativa durante a década. Como por exemplo a aquisição de parte da Telecom pela

Telemar, a compra da Telesp pela Telefônica (privatização), e que foi responsável por um quarto do valor das transações da década do setor (U\$ 10,21 bilhões) (ANDARI, 2009).

Outro setor muito impactado pelas fusões e aquisições foi o de energia, a companhia Vale do Rio Doce continuou a expandir suas operações globalmente durante a década de 2000, consolidando-se como uma das maiores mineradoras do mundo. A aquisição da produtora canadense de níquel Inco, em 2006, foi uma das maiores transações internacionais envolvendo uma empresa brasileira, destacando o papel crucial das M&A na internacionalização das grandes corporações brasileiras. Enquanto no setor de matérias-primas se teve grandes transações como a compra de 34% da Arcelor Brasil pela Mittal Steel, compra da IronX pela Anglo American, entre outras (ANDARI, 2009; SOUSA, 2021).

Em resumo, a década de 2001 a 2010 foi fundamental para o fortalecimento das empresas brasileiras, que utilizaram as fusões e aquisições como ferramenta para se consolidar e crescer em um mercado cada vez mais globalizado. A entrada do mercado estrangeiro que esteve em grande parte das transações realizadas também contribuiu para a formação de grandes conglomerados empresariais no Brasil em diversos setores econômicos.

Gráfico 2: Total de transações (2001-2020)



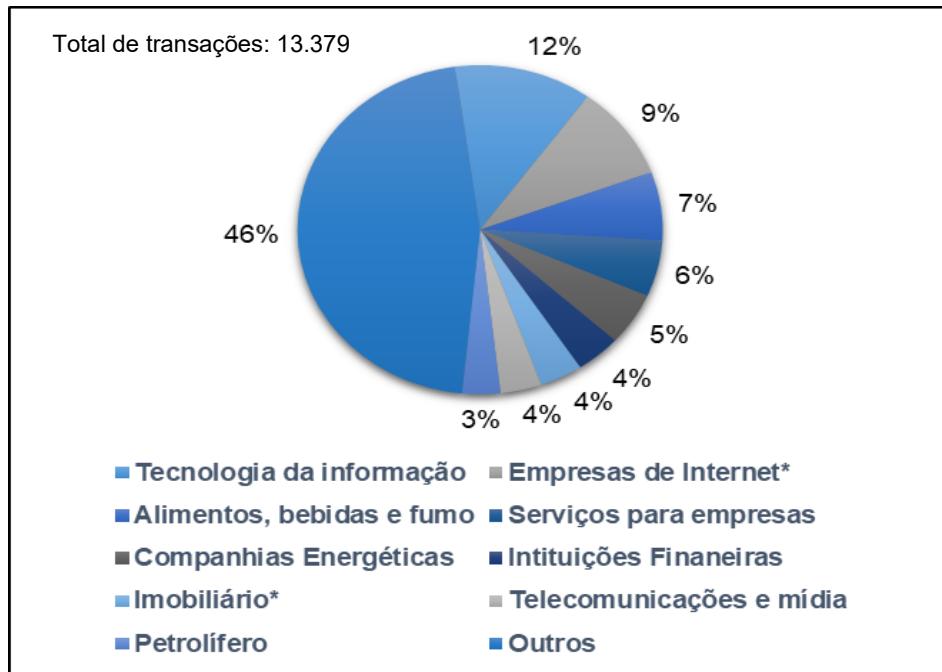
Fonte: KPMG; CADE; Elaboração própria.

A década de 2011 a 2020, foi um período instável para a economia brasileira, com crises econômicas e políticas, impactaram diretamente o ambiente de fusões e aquisições no país. A crise econômica de 2008, embora fora mitigada no início pelo crescimento das *commodities*, teve alguns efeitos prolongados no Brasil, resultando em uma desaceleração significativa no início da década (PEREIRA, 2022).

Esta recessão resultou em uma queda no volume de transações de F&A (gráfico 2), à medida que empresas e investidores se tornaram mais cautelosos. Muitas corporações optaram por vender ativos não essenciais para manter a liquidez e se concentrar em suas operações

principais. A Petrobras, por exemplo, realizou uma série de desinvestimentos como parte de um plano de reestruturação mais amplo (PEREIRA, 2022).

Gráfico 3: Participação dos setores no total de transações no período 2001-2020



Fonte: CADE; Elaboração própria.

Apesar das dificuldades econômicas, alguns setores conseguiram se destacar e até crescer durante a década de 2010. O setor de tecnologia, em particular, emergiu como um dos mais dinâmicos e ativos. A digitalização crescente da economia brasileira impulsionou um aumento na demanda por soluções tecnológicas, o que levou a um crescimento nas transações de M&A neste setor. *Startups* e empresas de tecnologia se tornaram alvos frequentes de aquisição, tanto por empresas nacionais quanto internacionais, que buscavam novas capacidades e também competitividade no mercado. Um exemplo de uma grande transação neste setor, foi a aquisição da Linx pela Stone (2020), uma das principais empresas de software de gestão para o varejo, em uma transação avaliada em cerca de R\$ 6,8 bilhões (KPMG, 2021; PEREIRA, 2022).

O setor de varejo também passou por transformações significativas, principalmente devido ao crescimento do comércio eletrônico. A integração de novas tecnologias nas operações de varejo físico e o aumento das fusões entre grandes redes e empresas de e-commerce foram estratégias chave para enfrentar a competição acirrada e as mudanças nos hábitos de consumo. A transição para um modelo de negócios mais digital foi essencial para a sobrevivência e crescimento das empresas do setor, que precisaram se adaptar rapidamente às novas realidades do mercado. A aquisição da B2W Digital pela Lojas Americanas (2021), é um exemplo de uma

grande transação no varejo digital no Brasil, como também a compra do Grupo BIG pelo Carrefour (2021) (PEREIRA, 2020).

Outro destaque no final da década foi o setor de energia, principalmente o segmento de energias renováveis. A transição global para fontes de energia mais sustentáveis impulsionou um aumento significativo nos investimentos em energia solar e eólica no Brasil. As fusões e aquisições nesse setor foram impulsionadas pela necessidade de expandir a capacidade instalada e pela atração de capital estrangeiro, que viu no Brasil um mercado promissor para o desenvolvimento de projetos de energia limpa. Como, por exemplo: a aquisição da CPFL Energia pela State Grid Corporation of China (2017), por cerca de R\$ 24,5 bilhões; a aquisição da EDP Brasil pela EDP Renewables (2019) por aproximadamente R\$ 13 bilhões; e a aquisição da CEEE-G pela Equatorial Energia (2020) por cerca de R\$ 2,1 bilhões (KPMG, 2021; PEREIRA, 2022)

Portanto, apesar das dificuldades impostas pela recessão desde 2015 até o início da pandemia em 2020, o mercado de F&A demonstrou resiliência. A capacidade das empresas brasileiras de se adaptar às novas condições de mercado, mesmo em tempos de crise, foi um reflexo da flexibilidade e da busca contínua por eficiência e inovação.

Na próxima seção serão apresentados dois casos de F&As selecionadas identificando suas motivações e seus resultados.

4. Análise de casos de F&As selecionadas

4.1 Contexto e Metodologia da Análise

Primeiramente, essa seção tem o intuito de analisar duas operações estratégicas de fusões e aquisições (F&A) no mercado brasileiro, sendo a aquisição da Hapvida e NotreDame Intermédica e a compra do Grupo BIG pelo Carrefour ambos como exemplos de consolidação horizontal no varejo. A seleção desses casos considerou três critérios fundamentais: (1) recorte temporal recente entre 2019 e 2021, (2) volume financeiro (entre as maiores transações do período); (3) tipo de operação.

O período selecionado para análise baseia-se na literatura que recomenda um intervalo de 3 a 5 anos para avaliar a eficácia de transações de F&A. Este horizonte temporal permite capturar tantos os resultados iniciais (ex.: integração operacional) quanto indicadores de médio prazo (ex.: sinergias financeiras), evitando distorções de curíssimo prazo e possíveis ruídos externos de longo prazo. Além disso, alinha-se às práticas do CADE, que costuma revisar impactos de concentração em janelas similares (GAUGHAN, 2018; BRUNER, 2004; CARTWRIGHT; SCHOENBERG, 2006; CADE, 2022).

Sobre os casos analisados, a fusão entre Hapvida e NotreDame Intermédica (2021), que movimentou aproximadamente R\$ 110 bilhões em valor de mercado agregado, exemplifica uma estratégia de consolidação horizontal e expansão de escala no setor de saúde suplementar. A operação resultou na criação da maior operadora de planos de saúde da América Latina, com cerca de 15 milhões de beneficiários e uma rede própria com mais de 80 hospitais e 280 clínicas. A Hapvida, com forte presença no Norte e Nordeste, e a NotreDame, atuando majoritariamente no Sudeste e Sul, possuíam modelos de negócio semelhantes, baseados na verticalização da cadeia assistencial, o que facilitou a integração e ampliou a cobertura nacional da nova companhia combinada (Hapvida, 2021; CADE, 2022; Valor Econômico, 2022).

Já a compra do Grupo BIG pelo Carrefour (2021), por R\$ 7,5 bilhões, representa uma consolidação horizontal agressiva no varejo. A transação permitiu ao Carrefour absorver marcas como Walmart Brasil e Sam's Club, elevando sua participação de mercado de 12% para 25% e criando o segundo maior grupo varejista do país (CARREFOUR BRASIL, 2021, Formulário de Referência).

Para analisar as operações citadas, serão utilizados dados públicos, documentos oficiais das empresas e órgãos reguladores, documentos de análises de especialistas, reportagens, notícias, etc.

Exemplos de materiais: documentos oficiais das empresas: relatórios anuais, demonstrativos financeiros e apresentações para investidores disponíveis nos sites de relações com investidores do Carrefour Brasil e da Hapvida NotreDame; decisões regulatórias: processos do CADE referentes a essas operações, que trazem detalhes técnicos sobre as aquisições e suas implicações para o mercado; e análises de mercado: reportagens e artigos publicados em veículos especializados que acompanharam essas transações.

Para avaliar os resultados das operações, será analisado a evolução do *market share* das empresas, indicadores de capacidade produtiva, resultados financeiros das empresas, entre outros.

4.2 Análise da Aquisição do Grupo BIG pelo Carrefour

4.2.1 Contexto das Empresas e Setor

O Carrefour chegou no Brasil em 1975, como pioneiro no formato hipermercado, se consolidando como a terceira maior rede do país em 2021, com 12% de *market share* e 489 lojas (em diversos formatos desde hipermercados tradicionais e rede atacado (Atacadão) até lojas de proximidade como Carrefour Express. Enquanto isso, o Grupo BIG (Antigo Walmart

Brasil), possuía 387 lojas e 8% de market share, estava passando por desafios desde sua venda para o fundo Advent International em 2018 (MACEDO, 2021; RI Carrefour, 2024).

Em 2021, o cenário de varejo alimentar passava por três tendências principais que pressionava o setor/principais players do setor. Primeiramente, o rápido crescimento do e-commerce, que alcançava 35% ao ano (2020/2021), com Mercado Livre e Amazon dominando grande parte desse mercado (58%), cenário que forçava redes tradicionais correr atrás do prejuízo digital. Em segundo lugar, a forte guerra de preços liderada pelos atacarejos (como Assaí e Atacadão), diminuindo as margens dos supermercados. Além disso, o cenário macroeconômico ruim também afetou na guerra de preços, com inflação dos alimentos, renda menor e cadeia de suprimentos globalmente desorganizadas e afetas. E em terceiro lugar, a crescente pressão regulatória do CADE, que já havia barrado operações como a fusão GPA/Extra em 2019. Neste contexto, o Grupo BIG mostrava sinais de perda de competitividade e dificuldade financeira, com margens EBITDA em queda (6% em 2019 para 3,8% em 2021) e falta e investimentos para melhorar sua competitividade (MACEDO, 2021; RI Carrefour, 2024).

Enquanto isso, para o Carrefour a aquisição representava uma oportunidade estratégica de se consolidar como o principal varejista do país, ganhar acesso à base de clientes que não possuía e aumentar sua competitividade no setor. Já para o Grupo BIG, se via em uma operação de sobrevivência, visto suas faltas de escala para competir com os atacarejos, alta necessidade de investimentos em digitalização (não possuía capital para realizar) (RI Carrefour, 2024).

4.2.2 Motivação e Estratégias

A operação foi motivada principalmente por três pilares principais: consolidação horizontal, sinergias operacionais e expansão nos formatos de varejo (Carrefour, 2021;2024).

Primeiramente, sobre expansão geográfica e consolidação no mercado varejista, a transação permitiu que o Carrefour ampliasse sua cobertura de forma expressiva (de forma nacional). Enquanto, a adquirente possuía lojas em todas as regiões do Brasil, mas com uma forte concentração no Sudeste (quase 70% das 489 lojas), já o Grupo BIG detinha presença consolidada no Nordeste (48% das suas lojas) e Sul (34%) do país. Com a incorporação das 387 lojas do BIG, a rede combinada atingiu aproximadamente 876 unidades, distribuídas por todas as regiões brasileiras (RI Carrefour, 2021;2024).

Gráfico 4: Combinação das redes de lojas



Fonte: Carrefour (2021)

Portanto, essa complementaridade geográfica proporcionou ao grupo uma capilaridade nacional, reduzindo a dependência de mercados específicos e diversificando sua base de operações (RI Carrefour, 2024).

Enquanto para sinergias operacionais e ganhos de eficiência, podemos analisar em 4 principais eixos: (1) Integração logística e de suprimentos; (2) Conversão estratégica de lojas; (3) Expansão de serviços financeiros; (4) Fortalecimento do varejo digital.

- (1) a integração logística e de suprimentos, se baseia no aproveitamento dos 15 centros de distribuição do BIG em conjunto com a infraestrutura já existente; e redução de custos operacionais através da otimização de rotas;
- (2) conversão estratégica de lojas, baseada na transformação de hipermercados do BIG e Maxxi Atacado para os formatos Atacadão e Carrefour (linhas que não estavam tendo bons resultados/vendas; manutenção de das bandeiras que possuíam forte presença local (Nacional e Super Bompreço), Sam's Club, já que o grupo enxergava diversas vantagens, como: formato único, diversificação de público e expansão orgânica, e Todo Dia, outro formato (*soft discount*), que não era um segmento que o Grupo Carrefour operava;
- (3) expansão dos serviços financeiros, com a ideia de internalização das operações de crédito ao consumidor pelo Banco Carrefour; e uma alavancagem na carteira de crédito da Hipercard do grupo BIG (com parceria com o Banco Itaú);
- (4) fortalecimento do varejo digital, com a integração da base de clientes à plataforma de e-commerce do Carrefour, tornando o grupo mais competitivo no cenário agressivo; e ampliação da cobertura de entrega em regiões que o Carrefour tinha menor presença física.

A transação foi realizada aquirindo 100% do capital social do Grupo BIG, em um *Enterprise Value* de R\$ 7,0 bilhões, com o pagamento sendo estruturado em 70% caixa e 30%

ações. A parcela em caixa (R\$ 5,25 bilhões) foi financiada por meio de uma junção de caixa disponível e assumpção de dívida (RI Carrefour, 2021).

A aquisição do Grupo BIG pelo Carrefour Brasil foi aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), mediante a adoção de medidas para preservar a concorrência no setor varejista. Como condição para o aval, o CADE impôs restrições que incluíram a venda de 14 lojas em localidades nas regiões Nordeste, Sul e Centro-Oeste, onde a combinação das operações das duas redes teria potencial de gerar concentração significativa (CADE, 2022).

4.2.3 Análise de Resultados Pós Aquisição

A aquisição do Grupo BIG pelo Carrefour Brasil, concluída em meados de 2022, representou uma das maiores transações do varejo brasileiro na década.

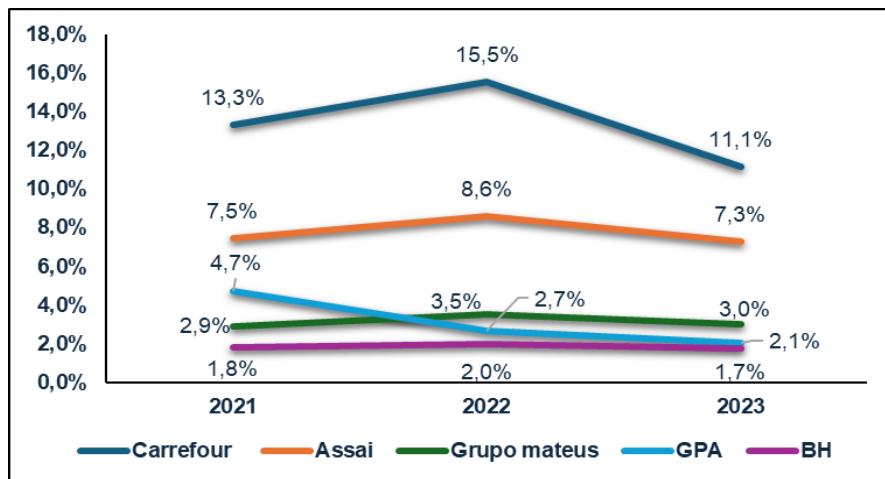
Tabela 1: Quantidade de Lojas

Lojas	2021-	Grupo BIG	2022	2023	2024
Atacadão	250	36	344	361	379
Atcadão de entrega	33	33	33	33	33
Sam's Club	0	42	43	51	58
Hipermercado	100	50	170	143	112
Supermercado	54	194	248	207	80
Área total de vendas (2.180.514	819.550	3.414.702	3.335.965	3.147.355

Fonte: Carrefour; Elaboração própria.

Em termos físicos, a incorporação das 387 lojas do Grupo BIG possibilitou ao Carrefour atingir uma rede de aproximadamente 900 unidades, tornando-se a maior empresa do varejo alimentar brasileiro em número de lojas. Os dados evidenciam uma reorganização significativa do portfólio da companhia, especialmente nos formatos Atacadão e Sam's Club, que cresceram de forma acelerada entre 2022 e 2024. A estratégia de conversão seletiva também foi intensificada, com hipermercados e supermercados do BIG sendo reconfigurados em formatos mais rentáveis. O Atacadão, por exemplo, passou de 250 unidades em 2021 para 379 em 2024, enquanto o Sam's Club foi mantido após a aquisição por ser um modelo em que a empresa não atuava e chegando em 58 unidades no mesmo intervalo (crescimento de 38% em 2 anos) (RI Carrefour, 2021;2024).

Gráfico 5: Evolução do Market Share



Fonte: Carrefour; Elaboração própria.

Em termos de participação de mercado, a aquisição do Grupo BIG permitiu ao Carrefour Brasil ganhar *market share* de forma imediata, consolidando sua posição como a maior rede do varejo alimentar do país. Em 2021, antes da conclusão da transação, o Carrefour possuía aproximadamente 12% de participação no setor, e com a adição do Grupo BIG, esse índice chegou a cerca de 15,5% em 2022, conforme estimativas baseadas no faturamento setorial da ABRAS (2023). Contudo, nos anos seguintes, houve uma redução gradual da participação, com o grupo registrando aproximadamente 11,5% em 2023, reflexo de uma estratégia deliberada de racionalização da operação, voltada para o ganho de eficiência e melhora da rentabilidade. (RI Carrefour, 2021;2024; ABRAS,2023).

A queda no *market share* não representou uma perda de competitividade, mas sim uma mudança tática na gestão do portfólio, especialmente no segmento de supermercados, que foi o mais impactado pelo processo de integração. A companhia optou por reduzir o número de lojas de baixa performance, priorizando formatos com maior margem, como o Atacadão e o Sam's Club, enquanto encerrava ou convertia bandeiras menos rentáveis herdadas do Grupo BIG. Essa reestruturação teve como objetivo elevar a produtividade por metro quadrado e melhorar o EBITDA por loja, mesmo que em detrimento de uma presença mais abrangente em volume bruto de lojas ou faturamento. (RI Carrefour, 2021;2024; ABRAS,2023).

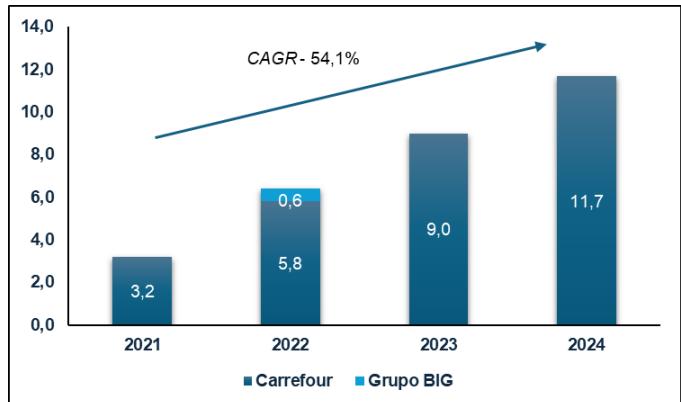
Dessa forma, a empresa manteve-se como líder no setor, mas com um posicionamento estratégico mais sustentável, focado em qualidade da receita e eficiência operacional, o que é especialmente relevante em um ambiente competitivo e de margens comprimidas no varejo alimentar brasileiro.

Gráfico 6: LFL (*Like-for-Like*)



Fonte: Carrefour; Elaboração própria.

Gráfico 7: GMV (*Gross Merchandise Value*)



Fonte: Carrefour; Elaboração própria.

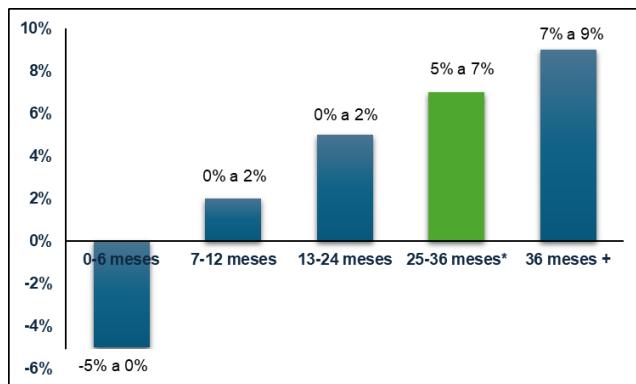
No que tange aos indicadores operacionais, o desempenho do Carrefour Brasil após a aquisição do Grupo BIG pode ser analisado a partir do comportamento do *LFL (Like-for-Like)* e do *GMV (Gross Merchandise Value)*. O *LFL*, que mede a variação de vendas em lojas comparáveis (aqueles que já estavam operando em período anterior) apresentou retração em 2023, reflexo das dificuldades de integração das lojas adquiridas, especialmente diante do processo de reorganização física, conversão de bandeiras e adequação dos novos pontos aos padrões operacionais e comerciais do Carrefour.

Esse resultado reflete os desafios naturais do processo de incorporação de uma estrutura extensa e heterogênea como a do Grupo BIG. A estratégia de conversão, ao transformar hipermercados e supermercados do BIG em lojas Atacadão ou em formatos otimizados, exigiu interrupções temporárias, investimentos em reformas e ajustes logísticos, o que impactou diretamente o desempenho das vendas em bases comparáveis. Ainda assim, em 2024, o indicador voltou a registrar crescimento positivo, sinalizando um avanço na maturação das unidades convertidas e maior alinhamento operacional entre as lojas incorporadas e a plataforma original do Carrefour Brasil.

Já o *GMV*, indicador que mede o volume bruto de mercadorias transacionadas, sobretudo no canal digital, seguiu trajetória de crescimento ao longo do período pós-aquisição. Embora o Grupo BIG não tenha contribuído diretamente com grande valor em termos de *GMV*, sua incorporação foi relevante por outro aspecto estratégico: a expansão da área de cobertura física e logística da companhia, especialmente em regiões onde o Carrefour possuía atuação limitada. Com isso, a empresa potencializou os investimentos já previstos na frente digital e logística, ampliando a malha de distribuição, a cobertura da entrega de última milha e a capilaridade das operações online (RI Carrefour, 2021;2024).

Portanto, enquanto o LFL demonstrou os efeitos de curto prazo da complexidade do processo de integração, o GMV confirmou o uso estratégico da aquisição como aceleradora da ambição *omnichannel* do Carrefour, um objetivo presente desde antes da operação e reforçado pela necessidade de adaptação ao novo perfil de consumo digitalizado no varejo alimentar (RI Carrefour, 2021;2024).

Gráfico 8: Nível esperado de margem *Ebitda* das lojas de Atacado (Atacadão) novas/convertidas



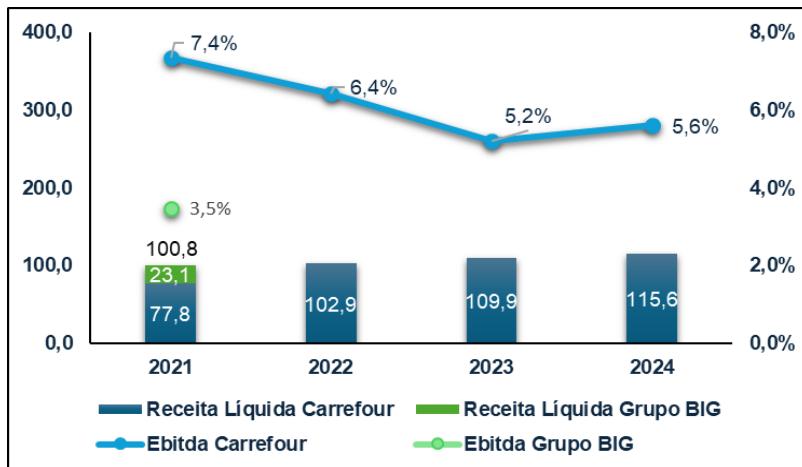
Fonte: Carrefour; Elaboração própria.

Já olhando para margens das lojas convertidas nos revela uma dinâmica relevante no contexto da integração das operações do Grupo BIG. Mesmo diante de um cenário desafiador, marcado pela redução do número total de lojas herdadas do BIG e pela performance pouco atrativa do indicador LFL em 2023, as margens operacionais das unidades do Atacadão mantêm-se dentro dos níveis esperados pela companhia (RI Carrefour, 2021;2024).

O Carrefour Brasil vem priorizando o crescimento do formato atacarejo, por meio da conversão de lojas de hipermercados e Maxxi Atacado para o modelo Atacadão. Essa conversão/expansão tem sido fundamental para compensar a redução de outros formatos menos rentáveis. Embora os níveis de margem EBITDA das lojas convertidas ainda não tenham atingido o patamar máximo projetado pela companhia, os resultados até 2024 são considerados satisfatórios (com margens de 5,4% - dentro do esperado para lojas entre 2 a 3 anos) e sinalizam um processo gradual de maturação das unidades, que envolve ajustes logísticos, operacionais e comerciais (RI Carrefour, 2021;2024).

Segundo projeções do próprio Carrefour, o tempo médio necessário para que uma nova unidade do Atacadão atinja sua maturidade operacional gira em torno de mais de três anos. Assim, é esperado que os picos de margem das lojas convertidas comecem a ser observados a partir de 2025, à medida que essas unidades se estabilizem e passem a operar com maior eficiência.

Gráfico 9: Receita Líquida e *Ebitda*



Fonte: Carrefour; Elaboração própria.

Analizando os dados financeiros, a evolução da receita líquida e do EBITDA da companhia entre 2021 e 2024, permite observar os principais efeitos financeiros da aquisição do Grupo BIG pelo Carrefour Brasil. A receita líquida apresentou crescimento contínuo ao longo do período pós-aquisição, alcançando um CAGR (*Compound Annual Growth Rate*) de aproximadamente 6% entre 2022 e 2024. Embora o crescimento não tenha sido abrupto, ele pode ser considerado significativo, especialmente ao se levar em conta o cenário macroeconômico desafiador e o impacto de uma operação de integração de grande porte.

Esse desempenho evidencia que a aquisição agregou volume ao grupo, ampliando sua base de operações, cobertura geográfica e diversidade de formatos de loja, o que contribuiu diretamente para o aumento das receitas totais. Mesmo com o fechamento de lojas não rentáveis e a reestruturação do portfólio (fatores que limitam o crescimento), o avanço registrado demonstra o ganho de escala gerado pela incorporação do BIG (RI Carrefour, 2021;2024).

No entanto, em relação ao EBITDA e à margem EBITDA, o impacto da aquisição foi inicialmente negativo. O Carrefour Brasil registrou perda de margem operacional nos anos subsequentes à transação, especialmente em 2022 e 2023. Essa redução está diretamente associada ao fato de que diversas unidades e segmentos do Grupo BIG apresentavam baixa performance operacional no momento da aquisição, com margens inferiores às do Carrefour. Essa diferença pode ser percebida ao se comparar os indicadores financeiros das duas companhias em 2021, ano anterior à consolidação: enquanto o Carrefour já operava com margens consolidadas em torno de 7% a 8%, o Grupo BIG apresentava margem EBITDA inferior a 4% (RI Carrefour, 2021;2024).

Contudo, a partir de 2024, os dados apontam para um processo de recuperação. A margem EBITDA volta a crescer, refletindo os efeitos positivos das estratégias de sinergia e racionalização operacional, como a conversão de lojas para formatos mais eficientes, o

fortalecimento do atacarejo e a otimização logística. Essas medidas permitiram ganhos de eficiência que começam a ser capturados no resultado operacional, sinalizando que a integração caminha para a maturidade e tende a gerar valor de forma mais consistente nos anos seguintes

4.3 Análise da Fusão da Hapvida com a NotreDame Intermédica (GNDI)

4.3.1 Contexto das Empresas e Setor

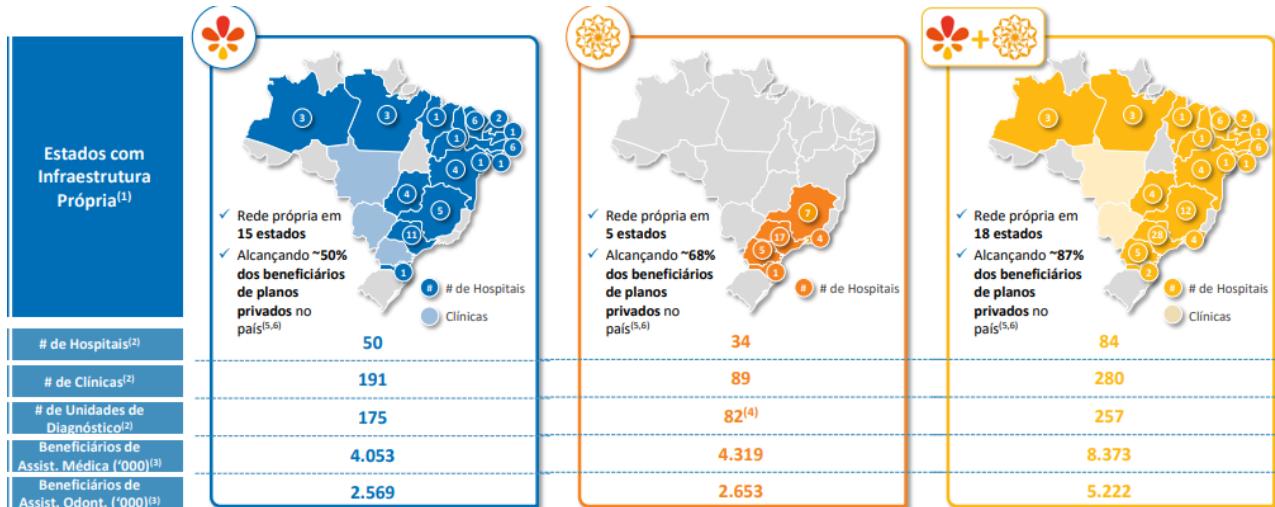
O setor de saúde suplementar brasileiro se consolidou nas últimas décadas como uma das alternativas mais relevantes ao sistema público de saúde, em resposta ao crescimento da demanda por acesso rápido, de qualidade e com maior previsibilidade de atendimento. No entanto, esse setor enfrenta desafios como altos custos operacionais, envelhecimento populacional, forte regulação e necessidade de digitalização. É nesse contexto que se insere a fusão entre a Hapvida e a NotreDame Intermédica (GNDI), duas das maiores operadoras de planos de saúde do país, que compartilham o modelo verticalizado como pilar estratégico. (MACEDO, 2021)

A Hapvida que iniciou em 1979, com sede em Fortaleza, possui forte presença nas regiões Norte e Nordeste, com uma estrutura ampla de hospitais, clínicas e laboratórios próprios. Já a NotreDame Intermédica, sediada em São Paulo, atuava principalmente no Sudeste e Sul do país, com uma estrutura robusta e foco em medicina preventiva (RI Hapvida, 2021;2024).

Com ambas as empresas com longo histórico de crescimento via fusão e aquisição, após mais de 50 operações realizadas pelas empresas juntas. Em 2021, se teve a fusão entre as duas companhias, concluída em 2022 após aprovação do CADE, deu origem à maior operadora de saúde da América Latina, com cerca de 15 milhões de beneficiários e presença nacional consolidada (RI HAPVIDA, 2021;2024).

Essa união ocorreu em um momento de aceleração no processo de consolidação do setor, com retração no número de operadoras ativas e busca por escalabilidade (RI Hapvida, 2021;2024).

Gráfico 10: Combinação das redes de loja



Fonte: Hapvida (2021)

O gráfico demonstra a complementariedade das empresas, visto que antes da operação, a Hapvida tinha forte presença nas regiões Norte e Nordeste, com rede própria em 15 estados, enquanto a GNDI (Notre Dame Intermédica) concentrava sua atuação no Sudeste e Sul, com rede em 5 estados. Após a combinação, a empresa passou a atuar com rede própria em 18 estados, alcançando cerca de 87% dos beneficiários de planos privados de saúde no Brasil. Como também mostra o tamanho da magnitude da fusão, formando uma rede com mais de 80 hospitais e 280 clínicas. (RI Hapvida, 2021;2024).

4.3.2 Motivações e Estratégias

A fusão entre a Hapvida e a Notre Dame Intermédica foi impulsionada por uma visão estratégica clara de transformação estrutural do setor de saúde suplementar no Brasil. A principal motivação foi a criação de uma companhia nacional com escala, sinergias operacionais e um modelo verticalizado integrado, capaz de atender milhões de brasileiros com qualidade e preços acessíveis. As duas empresas compartilhavam a mesma lógica de negócio, mas com atuações geográficas complementares: enquanto a Hapvida era líder no Norte e Nordeste, a Notre Dame Intermédica tinha forte presença no Sudeste e Sul do país. (RI Hapvida, 2021;2024).

A proposta de valor da fusão partiu do pressuposto de que o sistema de saúde brasileiro é ainda pouco evoluído e (com apenas cerca de 25% da população coberta por planos privados) e carente de alternativas eficientes. Nesse contexto, a companhia combinada almejou atuar como agente transformador, levando cobertura de saúde de qualidade a um público mais amplo, utilizando uma rede própria de atendimento com clínicas, hospitais e centros de diagnóstico. Em 2021, o grupo já alcançava mais de 8 milhões de beneficiários de planos médicos e 5 milhões em odontológicos, com presença em mais de 18 estados.

Além da complementaridade territorial e da base de clientes, a operação visava ganhos concretos com sinergias. As principais estratégias pós-fusão incluíram:

- (1) aumento da penetração via venda cruzada (*cross-sell*) em regiões onde apenas uma das empresas atuava;
- (2) redução de sinistralidade com a adoção de melhores práticas clínicas integradas;
- (3) alavancagem da rede própria com prestação de serviços a terceiros;
- (4) eliminação de duplicidades administrativas, reduzindo custos fixos.

A estrutura da transação foi definida como uma fusão de iguais, com troca 100% ação por ação. O novo grupo passou a ter como base uma estrutura acionária diluída, com 53,1% das ações pertencentes aos antigos acionistas da Hapvida e 46,9% aos da NotreDame. A governança da nova companhia foi reforçada com um conselho de administração composto por representantes de ambas as partes e membros independentes, buscando preservar a cultura de excelência e disciplina financeira de ambas as empresas.

Apesar da presença de sobreposições horizontais em alguns mercados, o CADE aprovou a fusão sem restrições, considerando as sinergias esperadas, a rivalidade existente no setor e as barreiras de entrada como fatores mitigadores de riscos concorrenciais.

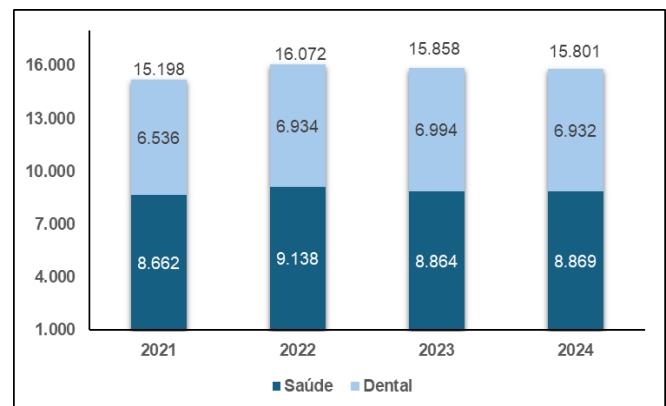
4.3.3 Análise de Resultados Pós Aquisição

A fusão entre Hapvida e NotreDame Intermédica consolidou a maior operadora de saúde da América Latina e representa um dos maiores movimentos estratégicos do setor de saúde suplementar no Brasil. Desde sua conclusão em 2022, nos mostra resultados relevantes do ponto de vista operacional e estratégico.

Tabela 2: *Market Share* (2021 – 2024)

Market Share - Saúde	2021	2024
Hapvida	8,1%	17,0%
NotreDame Intermédica	9,0%	-
Bradesco	7,5%	7,2%
Amil	6,9%	5,8%
SulAmérica	5,1%	5,6%

Gráfico 11: Beneficiários (milhares)



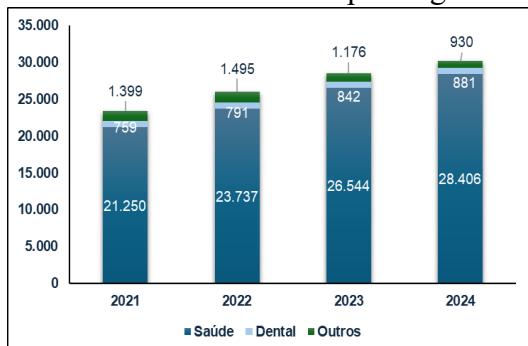
Fonte: Hapvida; Elaboração própria.

Fonte: Hapvida; Elaboração própria.

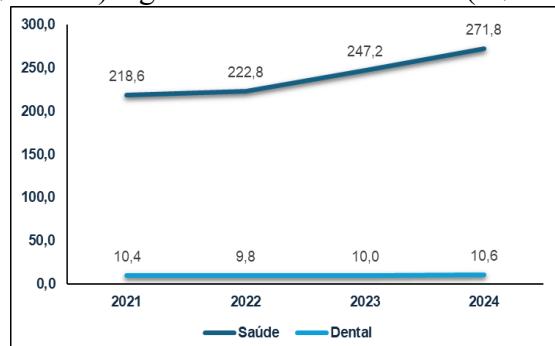
No curto e médio prazo, a companhia combinada manteve uma trajetória de fortalecimento da sua posição de mercado. Em termos de *market share*, o grupo passou de uma participação conjunta de aproximadamente 17,1% (8,1% da Hapvida + 9% da NotreDame) em 2021 para 17,0% já unificado em 2024, consolidando sua liderança no setor. Enquanto isso, concorrentes como Bradesco e Amil apresentaram retrações em suas participações, refletindo as dificuldades enfrentadas por operadoras menos verticalizadas e com menor escala (RI Hapvida, 2021;2024).

Além disso, a base de beneficiários também apresentou crescimento expressivo, superando a marca de quase 16 milhões de vidas, resultado do processo de expansão nacional e das estratégias de *cross-sell* nas regiões onde anteriormente apenas uma das operadoras atuava. Essa ampliação de cobertura demonstra a eficácia da complementaridade geográfica, permitindo que a empresa otimizasse sua presença em todos os grandes centros populacionais do país (RI Hapvida, 2021;2024).

Gráfico 12: Receita Bruta por Segmento (R\$ bilhão) e gráfico 13: Ticket médio (R\$/mês)



Fonte: Hapvida; Elaboração própria.

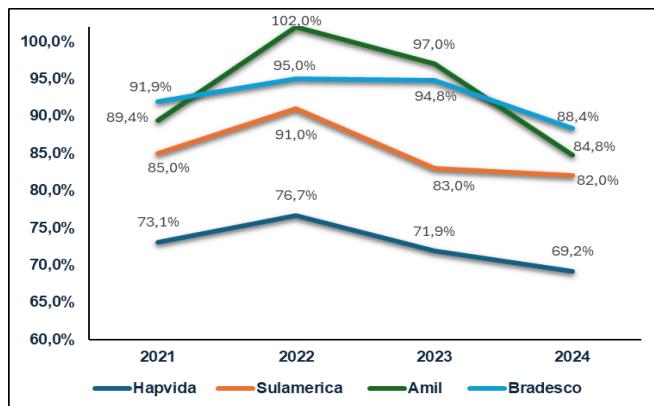


Fonte: Hapvida; Elaboração própria.

Apesar do crescimento modesto no número de beneficiários, a empresa registrou um aumento expressivo na receita bruta, especialmente no segmento de saúde. Esse desempenho está fortemente associado ao avanço do ticket médio mensal (gráfico 8), o qual reflete uma maior valorização dos serviços prestados, o fortalecimento da rede própria de atendimento e o aumento da percepção de valor da marca no mercado.

Esse movimento de crescimento "qualitativo", focado na rentabilidade por cliente em vez de uma simples ampliação da base, demonstra um estágio de maturidade estratégica da empresa, priorizando margens sustentáveis e controle de custos.

Gráfico 14: Similaridade (MLR) – Top 4 *players* no Brasil

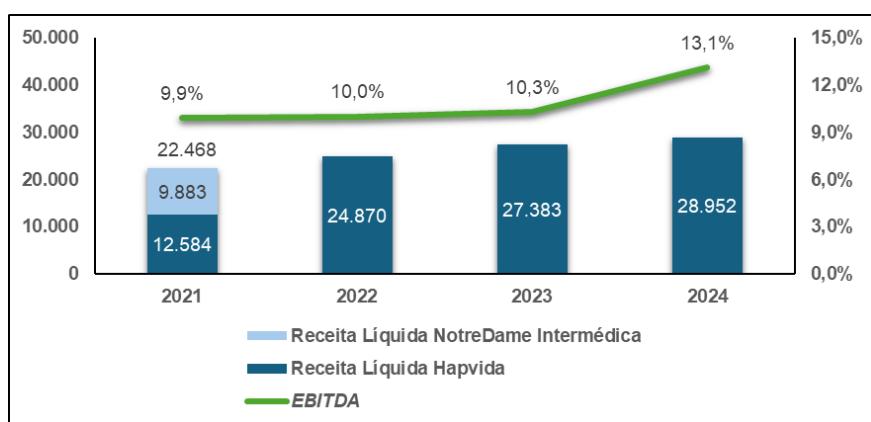


Fonte: Hapvida; Elaboração própria.

Um dos indicadores mais relevantes do setor é o Índice de Similaridade (*MLR – Medical Loss Ratio*), que mede o percentual da receita destinado ao pagamento de despesas médicas. Após a fusão, a companhia combinada manteve o menor índice *MLR* entre as principais empresas do setor, demonstrando uma forte eficiência operacional frente aos principais concorrentes. Isso se deve, em grande parte, ao modelo verticalizado (que integra a gestão da rede própria de hospitais, clínicas e laboratórios) e adoção das melhores práticas clínicas herdadas de ambas as companhias (RI Hapvida, 2021;2024).

A sinergia entre as duas operadoras permitiu ganhos expressivos na padronização de padrões de procedimentos, condutas médicas, controle de internações, aumento da medicina preventiva e integração de dados clínicos, o que contribuiu diretamente para a redução da sinistralidade e o aumento da previsibilidade financeira do grupo (RI Hapvida, 2021;2024).

Gráfico 15: Receita Líquida (R\$ bilhão) e Margem Ebitda



Fonte: RI Hapvida, 2024

A evolução da receita líquida (*CAGR* de 8,9%) e o aumento contínuo da margem EBITDA ao longo de 2022 a 2024 refletem a eficácia da integração operacional. Três fatores centrais explicam esses resultados: (RI Hapvida, 2021;2024).

- (1) Redução de custos fixos: a eliminação de estruturas administrativas duplicadas e a unificação de processos gerenciais contribuíram significativamente para a diluição de despesas;
- (2) Economias de escala: o aumento da escala permitiu maior poder de barganha com fornecedores, otimizando negociações de materiais médicos, insumos e serviços terceirizados;
- (3) Melhoria no aproveitamento da rede própria: melhor utilização dos ativos hospitalares já existentes, aumento de produtividade e diluição de custos por atendimento.

Em resumo, a fusão entre Hapvida e NotreDame foi guiada por objetivos claros de crescimento, ganho de escala e redução de custos. As empresas tinham operações parecidas, mas atuavam em regiões diferentes, o que facilitou a integração e ampliou a presença nacional do novo grupo. A estrutura da fusão e o modelo de atuação com rede própria ajudaram na criação de uma companhia mais eficiente, com foco em expansão, sinergias operacionais e maior portfólio de serviços de saúde aos seus beneficiários.

Considerações Finais

As fusões e aquisições (F&A) consolidaram-se como importantes estratégias de crescimento empresarial no Brasil, permitindo que empresas ampliem escala, presença geográfica e eficiência.

A partir da fundamentação teórica, foi possível compreender que as fusões e aquisições são movimentos estratégicos utilizados por empresas para alcançar diferentes objetivos, como ganho de escala, entrada em novos mercados, aumento de eficiência produtiva, diversificação e fortalecimento competitivo. Teorias como a da eficiência, da criação de valor, da disciplina de mercado e da maximização da riqueza dos acionistas ajudam a explicar as motivações por trás dessas operações. Além disso, a literatura destaca que a concretização dos benefícios esperados está condicionada a fatores como o alinhamento estratégico, sinergias reais e a boa condução do processo pós-aquisição.

Historicamente, o Brasil vivenciou diferentes ondas de F&A, alinhadas ao contexto político-econômico do país. Nos anos 1990, o processo de privatização e abertura econômica impulsionou um aumento expressivo nas operações. Já nos anos 2000, com maior estabilidade macroeconômica e crescimento do mercado interno, novas motivações se consolidaram,

incluindo consolidação setorial e internacionalização de empresas brasileiras. Nos últimos anos, mesmo com momentos de instabilidade, o país manteve um nível relevante de transações, com destaque para setores como energia, saúde, varejo e agronegócio. Esse movimento reflete a maturidade crescente do mercado brasileiro de M&A e a busca contínua por eficiência, inovação e competitividade.

A análise das operações envolvendo o Carrefour e o Grupo BIG, e da fusão entre Hapvida e NotreDame Intermédica, evidencia como essas transações podem redefinir a dinâmica competitiva dos setores em que atuam.

No varejo, a aquisição do Grupo BIG pelo Carrefour permitiu significativa expansão física e digital, porém também trouxe desafios relevantes, como dificuldades na integração operacional e impactos temporários nos indicadores financeiros. A empresa ainda atravessa o processo de maturação das lojas convertidas e não capturou integralmente as sinergias esperadas, o que indica a complexidade dessas operações no curto prazo.

Em contrapartida, a fusão entre Hapvida e NotreDame apresentou resultados mais imediatos, favorecida pela complementaridade geográfica e alinhamento estratégico. A companhia combinada mostrou avanços consistentes em rentabilidade, eficiência e cobertura nacional.

Ainda assim, o sucesso em F&A depende de fatores como planejamento, integração eficaz e disciplina financeira. Os dados analisados demonstram o potencial dessas estratégias, mas também seus limites no curto prazo. Cabe destacar que nem todas as sinergias foram plenamente captadas no horizonte estudado, e análises futuras poderão oferecer um panorama mais completo sobre seus efeitos de longo prazo.

Referências Bibliográficas

- ANDARI, Haissam Tamer. **Fusões e aquisições no Brasil: um estudo do período 2000–2009**. 2009. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Faculdade de Economia e Administração, Ibmec São Paulo, São Paulo, 2009.
- BERK, Jonathan; DEMARZO, Peter. **Corporate Finance**. 4. ed. Boston: Pearson, 2016.
- BLOG FERASCOR.** *Hapvida e GNDI investirão R\$ 1 bilhão por ano até 2026*. 27 set. 2024. Disponível em: <https://blog.ferascor.com.br>. Acesso em: 13 abr. 2025.
- BRITTO, J. Diversificação, Competências e Coerência Produtiva. In: KUPFER, D.; HASENCLEVER, L. (Eds.). **Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil**. Elsevier Editora Ltda, 2013. p. 193-210.
- BRUNER, Robert F. **Applied Mergers and Acquisitions**. Hoboken, NJ: John Wiley &

Sons, 2004.

CADE. **Processo Administrativo nº 08700.002222/2021-19.** Brasília: CADE, 2021.

Disponível em: <https://www.gov.br/cade>. Acesso em: 10 abr. 2025.

CADE. **Processo Administrativo nº 08700.009963/2021-19 - Ato de Concentração Carrefour/Grupo BIG.** Brasília: Conselho Administrativo de Defesa Econômica, 2021b.

CADE. **Relatório Integrado de Gestão.** Brasília, DF: CADE, 2022.

CAMARGOS, Marcos Antônio de; BARBOSA, Francisco Vidal. Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 49, n. 2, p. 206–220, abr./jun. 2009.

CARREFOUR BRASIL. **Formulário de Referência 2021.** Rio de Janeiro: Carrefour Brasil, 2021. Disponível em: <https://ri.carrefour.com.br>. Acesso em: 10 abr. 2025.

CARREFOUR BRASIL. **Formulário de Referência 2021.** Rio de Janeiro: Carrefour Brasil, 2021. Disponível em: <https://ri.carrefour.com.br>. Acesso em: 15 out. 2023.

CARTER, Susan; SCHOENBERG, Richard. 30 Years of M&A Research: Advances, Challenges, and Opportunities. **British Journal of Management**, v. 17, n. S1, p. S1-S5, 2006. DOI: 10.1111/j.1467-8551.2006.00475. x.

CASONATO, L.; DALLA COSTA, A. Revisitando a “Teoria do Crescimento da Firma” sob as perspectivas de Penrose e Kirzner: conteúdos e divergências. **Economia Ensaios**, v. 33, n. 2, p. 58-89, 2019.

GAUGHAN, Patrick A. **Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings.** 6. ed. Hoboken, NJ: John Wiley & Sons, 2018.

GNDI – Grupo NotreDame Intermédica. *Apresentações Institucionais e Comunicados ao Mercado*. São Paulo: GNDI, 2021. Disponível em: <https://www.gndi.com.br/ri>. Acesso em: 13 abr. 2025.

HOFFMANN, V. E.; VIEIRA, D. P.; MENEZES, K. L. C. M. Tipos, Setores, Nacionalidade e Experiência: O que importa para o Sucesso das Estratégias de Fusão e Aquisição? **Revista Ibero-Americana de Estratégia**, v. 16, n. 1, p. 235–246, 2017.

INFOMONEY. *Lucro da Hapvida cresce 3.456% e sinistralidade atinge mínima histórica.* 10 abr. 2024. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br>. Acesso em: 13 abr. 2025.

INVESTE HOJE. *Integração da Hapvida e NotreDame é concluída em 2023.* 15 dez. 2023. Disponível em: <https://investehoje.com.br>. Acesso em: 13 abr. 2025.

KPMG CORPORATE FINANCE. **Fusões e Aquisições 2020 – 4º trimestre.** São Paulo: KPMG, fev. 2021. Disponível em: <https://kpmg.com.br>. Acesso em: 10 abr. 2025.

KPMG. **Fusões & aquisições no Brasil: análise dos anos 90.** São Paulo: KPMG

Corporate Finance, 2000.

MACEDO, L. A. *Consolidação do Setor de Saúde Suplementar no Brasil: o Caso Hapvida e NotreDame*. São Paulo: Instituto de Saúde Suplementar, 2021.

MIRANDA, José Carlos; MARTINS, Luciano. Fusões e aquisições de empresas no Brasil. **Economia e Sociedade**, Campinas, n. 14, p. 67–88, jun. 2000.

MOTTA, L. F. J. da; KLOTZLE, M. C.; OLIVEIRA, P. V. C. de; CAVAZOTTE, F. de S. C. N.; PINTO, A. C. F. Criação de Valor em Fusões e Aquisições Brasileiras. **Adm. FACES Journal**, v. 12, n. 4, p. 100-119, 2013.

PACHECO, Daniel; TEIXEIRA, Rafael; ANTUNES, Júnico; et al. (Orgs.). **Estratégia baseada em recursos: 15 artigos clássicos para sustentar vantagens competitivas**. São Paulo: Editora Bookman, 2014.

PENROSE, E. T. **Teoria do Crescimento da Firma**. Nova York: Wiley, 1959.

PEREIRA, Lucas Muckler. **Análise das fusões e aquisições no Brasil de 2010 a 2021: com ênfase para o período da pandemia do COVID-19**. 2022. Trabalho de Conclusão de Curso (Bacharelado em Ciências Econômicas) – Universidade de Caxias do Sul, Caxias do Sul, 2022.

PEREIRA, Vinícius Rogério Costa. **O crescimento do setor de varejo via fusões e aquisições no Brasil nos anos 2000**. 2020. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia e Relações Internacionais, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2020.

SOUSA, Rafael Matias do Sacramento e. **Uma análise das estratégias competitivas do Grupo FIAT para o Brasil no período 2010 a 2020**. 2021. Monografia (Graduação em Ciências Econômicas) – Instituto de Economia e Relações Internacionais, Universidade Federal de Uberlândia, Uberlândia, 2021.

SUEN, A. S.; KIMURA, H. Fusão e Aquisição como Estratégia de Entrada (Entre Mode) no Mercado Brasileiro. **Caderno de Pesquisas em Administração**, v. 2, n. 5, p. 53-60, 1997.

VIEIRA, L. B.; BRITO, S. S.; SANTANA, J. R. B.; SANCHES, S. L. R.; GALDAMEZ, E. V. C. Reflexo das operações de fusões e aquisições nos indicadores financeiros das empresas brasileiras de capital aberto. **Revista de Gestão**, p. 235–246, 2017.