

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**FUSÕES E AQUISIÇÕES HORIZONTAIS NO SEGMENTO DE  
CORRETAGEM DE SEGUROS NO BRASIL**

**Fabício Correia Vieira**

**Matrícula: 0921810**

**Orientador: Leonardo Rezende**

**Dezembro 2013**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO**

**DEPARTAMENTO DE ECONOMIA**

**MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO**

**FUSÕES E AQUISIÇÕES HORIZONTAIS NO SEGMENTO DE  
CORRETAGEM DE SEGUROS NO BRASIL**

**“Declaro que o presente trabalho é de minha autoria e que não recorri  
para realizá-lo, a nenhuma forma de ajuda externa, exceto quando  
autorizado pelo professor tutor.”**

.....  
**Fabício Correia Vieira**

**Matrícula: 0921810**

**Orientador: Leonardo Rezende**

**Dezembro 2013**

**“As opiniões expressas neste trabalho são de responsabilidade única e exclusiva do autor”**

## ÍNDICE

I – INTRODUÇÃO.....	4
II – MERCADO DE CORRETAGEM DE SEGUROS NO BRASIL.....	6
III – FUSÕES E AQUISIÇÕES HORIZONTAIS, APARATO CONCEITUAL.....	11
III.1 – Visão Geral e Motivação.....	11
III.2 – Economias de Escala e de Escopo.....	12
III.3 – Sinergias Operacionais.....	14
III.4 – Regulação Antitruste e Eficiência de Mercado.....	15
IV – O CASO BRASIL INSURANCE.....	17
V – ESTUDO SOBRE A CONSOLIDAÇÃO DA CORRETAGEM DE SEGUROS NO BRASIL.....	20
VI – CONCLUSÃO.....	28
VII – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	30

## I – INTRODUÇÃO

Com a intenção de explorar uma vertente do vasto mercado de fusões e aquisições, o estudo pretende analisar os aspectos das fusões e aquisições horizontais no mercado de corretagem de seguros brasileiro. O entendimento dos principais fundamentos desses movimentos é um primeiro objetivo do trabalho, realizado principalmente sobre as bases da teoria da Organização Industrial<sup>1</sup>, a qual será a principal fundamentadora teórica do trabalho.

O segundo objetivo principal do estudo, não menos importante que o primeiro, consiste em interpretar os impactos das fusões e aquisições das corretoras no mercado de seguros brasileiro, identificando o que uma maior consolidação desses agentes pode ocasionar, dados seu respectivo posicionamento na cadeia produtiva do mercado de seguros. Qual o tipo de impacto que poderá recair sobre as seguradoras e sobre os consumidores finais? Qual importância do papel que os órgãos reguladores assumem nessas circunstâncias? Não é uma tarefa simples encontrar um equilíbrio no *trade off*<sup>2</sup> entre ganho de eficiência operacional e problemas advindos do aumento de concentração de mercado.

Como um dos principais objetivos do trabalho trata justamente de aprofundar o entendimento das particularidades dos processos de fusões e aquisições no segmento de corretagem de seguros brasileiro, faz-se necessário num primeiro momento fazer “sobrevoos” sobre o mercado de corretagem de seguros no Brasil, o que será trabalhado no capítulo II. Já o capítulo III busca discutir de maneira conceitual os principais fatores que motivam esses movimentos, com o intuito de construir um arcabouço que será explorado nos capítulos IV e V. O capítulo IV enriquece o estudo através da apresentação de um caso prático de uma companhia que desenvolve a estratégia de aquisições de novas empresas, com a finalidade de obter os ganhos envolvidos na consolidação do mercado de corretagem de seguros brasileiro. O capítulo V busca através de um modelo estreitar os laços entre os capítulos III e IV, trabalhado de uma forma simples os principais mecanismos motivadores das fusões e

---

<sup>1</sup> Vertente das Ciências Econômicas que busca estudar estrutura de mercado, focada no modo de como ele se organiza e nas interações entre os agentes.

<sup>2</sup> Expressão de origem inglesa muito utilizada em Economia, pode ser definida como uma situação que envolve um dilema, na qual qualquer que seja a escolha ganha-se por um lado e perde-se por outro.

aquisições que o trabalho se propõe a estudar, além de interpretar de um modo mais objetivo os impactos sobre os demais agentes que integram o mercado de seguros.

Sobre o ponto de vista da metodologia utilizada para alcançar os objetivos mencionados nos dois primeiros parágrafos. O estudo foi moldado na seguinte sequência: primeiro, contextualizar o leitor com as características do mercado que está sendo trabalhado; segundo, familiarizar o leitor com os conceitos básicos, nos quais embasam os processos de fusões e aquisições em questão; terceiro, exemplificar o tema através da análise de um caso prático; quarto, realizar o trabalho de junção, modelagem e interpretação dos principais aspectos que foram conceituados e exemplificados.

## II – MERCADO DE CORRETAGEM DE SEGUROS NO BRASIL

O corretor de seguros é o agente responsável pela intermediação da venda de seguros, é aquele que oferece os produtos das seguradoras aos clientes. Sua remuneração é baseada num percentual de comissionamento sobre o prêmio pago pelo segurado. Logo existem dois fatores chave que impactam no seu faturamento, que é o volume de seguros vendido e o percentual de comissionamento atribuído sobre a apólice<sup>3</sup>. Ambos envolvem escala, o primeiro de maneira direta e o segundo de modo estratégico, dado que existe espaço para negociação das margens, quanto mais significativo o volume de vendas da corretora maior poder de barganha frente às seguradoras.

Embora a lógica aponte para a consolidação, o cenário real não apresenta esta característica, segundo estudo realizado por Francisco Galiza e divulgado pela Rating de Seguros Consultoria, empresa especializada em estudos sobre seguros, os pequenos e médios corretores independentes são os principais canais de venda de seguros no país, estimativas indicam que representam de 70% a 80% do total das vendas. Este cenário abre espaço para duas linhas de argumento, a primeira baseada na proximidade que os pequenos e médios corretores possuem de seus clientes, desempenhando com qualidade não apenas o papel de vendedor, mas também o de assessor em caso de sinistro<sup>4</sup> ou outras necessidades. O segundo argumento embasado empiricamente na minha experiência com análise de pequenas e médias corretoras, é o elevado grau de informalização na prestação de contas, eu seria conservador se apontasse que um percentual de 80% das corretoras com até 1 milhão de lucro líquido anual que já analisei operam com pelo menos algum tipo de contingência tributária ou trabalhista. Isto sem sombra de dúvidas afeta negativamente o movimento de consolidação, neste caso os esforços do fisco no sentido de desenvolver uma fiscalização mais eficiente podem desincentivar este tipo de prática.

No Brasil, as corretoras são supervisionadas pela Superintendência de Seguros Privados (SUSEP), que é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda criada em 1966.

---

<sup>3</sup> Contrato firmado entre o segurado e a prestadora do seguro que estabelece de maneira formal as condições acordadas entre as partes.

<sup>4</sup> Termo utilizado na indústria de seguros referente a um evento no qual o segurado sofre algum dano ou perda que seja coberto pela apólice.

A SUSEP é o órgão responsável pelo controle e fiscalização dos mercados de seguros exceto seguro saúde, que são regulados pela Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS). Segundo a Lei Nº 4.594 de 1964 que regula a profissão de corretor de seguros, toda apólice de seguros deve ser intermediada por um corretor devidamente regulamentado, exceto quando comercializada diretamente pela companhia seguradora, porém mesmo neste caso deverá ser recolhido um percentual de comissionamento ao Fundo de Desenvolvimento Educacional do Seguro, como forma de contribuir para o aperfeiçoamento profissional do setor. Isto gera um mecanismo que sustenta a forte atuação dos corretores de seguros, visto que as seguradoras não possuem um bom incentivo de desenvolver os seus próprios canais de venda, focando suas estruturas operacionais na eficiência da precificação dos riscos.

De acordo com o relatório *Sigma Nº 3/2012* divulgado pela *Swiss Re*, resseguradora global, em 2012 o Brasil representou o maior mercado de seguros da América Latina com mais de 50% dos Prêmios Diretos e o 14º maior mercado do mundo, representando aproximadamente 1,7% do total de Prêmios Diretos. Baseado em informações da SUSEP e da ANS, divulgadas pela Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização (CNseg), os Prêmios Diretos totalizaram 253 bilhões no Brasil em 2012 segundo a visão ampliada<sup>5</sup> (Tabela II.a), apresentando um crescimento de 18,2% em relação a 2011. Segundo o relatório *Sigma Nº 3/2012*, o montante de Prêmios Diretos no Brasil cresceu num ritmo acelerado entre 2003 e 2011, apresentando uma taxa de crescimento anual composta de 16,6%. Através dos dados obtidos na SUSEP e na ANS podemos analisar com um pouco mais de detalhes a retrospectiva do volume de prêmios diretos no Brasil nos últimos anos (Tabela II.a).

---

<sup>5</sup> Incorpora a produção de prêmios de todas as modalidades: de operadoras de saúde suplementar, empresas de autogestão, cooperativas médicas, filantropia, medicina em grupo, seguradoras especializadas em saúde, cooperativa odontológica, e odontologia em grupo.



Tabela II.a

Evolução dos Prêmios Diretos no Brasil:

<b>Ano</b>	<b>Prêmios Diretos (R\$ bilhões)</b>	<b>Crescimento (%)</b>
2008	146	
2009	161	10,3%
2010	186	15,5%
2011	214	15,1%
2012	253	18,2%

Fonte: SUSEP/ANS

A penetração de seguros, medida em termos de Prêmios Diretos como percentual do PIB, aumentou de 4,81% em 2008 para 5,76% em 2012 segundo dados da SUSEP e ANS divulgados pelo CNseg (Tabela II.b). Apesar do crescimento expressivo neste período, a penetração de seguros no Brasil ainda está distante dos níveis observados em países desenvolvidos, onde os níveis de penetração no PIB se encontram na casa dos 10% segundo informações do Tudo Sobre Seguros, portal institucional sem fins lucrativo voltado para fornecer informações sobre seguros. Essa distância fica clara quando observamos dados, por exemplo, da ANS, apesar de toda ineficiência do sistema de saúde público brasileiro apenas 25% da população possui plano de saúde. Estimativas também indicam que apenas cerca de 30% dos veículos brasileiros possuem seguro. O desenvolvimento da economia brasileira pode potencializar significativamente o mercado de seguros, a expansão da chamada classe C e as consequentes novas necessidades de consumo estimulam o mercado de seguros, cada vez mais as pessoas estão possuindo mais bens e demandando mais segurança.

Tabela II.b

<b>Ano</b>	<b>Proporção de Prêmios Diretos em Relação ao PIB</b>
2008	4,81%
2009	4,97%
2010	4,94%
2011	5,18%
2012	5,76%

Fonte: SUSEP/ANS/IBGE

O mercado de seguros é muito importante dentro de uma economia, dando suporte nas mais diversas áreas, permitindo que investimentos e bens tanto de empresas quanto de pessoas físicas possam estar protegidos, havendo transferência dos riscos para empresas especializadas em calculá-los e desta forma favorecendo a expansão da economia. O setor de seguros no Brasil sofreu bastante com o período de desestabilidade econômica enfrentado pelo país, após esta fase, em meados dos anos 90 quando a economia brasileira teve êxito no processo de estabilização, o setor passou por uma série de mudanças evolutivas crescendo a taxas elevadas, como deu a entender a Tabela II.a.

Com base em informações divulgadas pelo Tudo Sobre Seguros correspondentes a dados da SUSEP e ANS de 2012, o mercado brasileiro estava subdividido em 116 seguradoras, 17 companhias de capitalização, 26 entidades de previdência complementar, 13 seguradoras especializadas em seguro saúde, 103 resseguradoras cadastradas e mais de 70.000 corretoras de seguros. As ofertantes das apólices e o principal canal de vendas são mercados complementares, porém com características organizacionais bastante diferentes. As seguradoras competem num mercado oligopolizado<sup>6</sup>, segundo informações do Tudo Sobre Seguros, em 2012 as quatro maiores seguradoras detiveram 29,1% da receita total do mercado, enquanto que a dez maiores detiveram 55,9%, havendo forte interação estratégica entre elas e maior espaço para determinação de preços. Já as corretoras competem num mercado em formato de concorrência monopolista, caracterizado por um grande número de agentes oferecendo produtos com certo grau de diferenciação (tanto nas apólices em si quanto na forma que o serviço é prestado), dessa maneira esses agentes possuem pouco poder de ditar preço.

Quando mudamos um pouco o foco da lente e olhamos para o mundo de uma forma geral, o cenário de corretagem de seguros parece bem diferente, de acordo com os dados citados pela *Swiss Re* no relatório *Sigma N° 2/2004*, em 2002 apenas as duas maiores corretoras do mundo (a *AON* e a *Marsh*) detinham mais da metade de toda a receita do mercado mundial de corretagem de seguros, demonstrando um alto grau de concentração.

---

<sup>6</sup> Termo empregado para designar um mercado que funciona com características que tendem a ser próximas das características de um oligopólio.

Diferentemente da realidade brasileira, onde a mesmo os principais *players*<sup>7</sup> ocupam pouco do mercado, sendo as vendas concentradas nos pequenos e médios corretores.

Por mais que existam benefícios por parte dos corretores na baixa concentração e no alto grau de capilaridade, resultando em atendimento rápido e personalizado aos clientes, e conseqüentemente na sua fidelização. No equilíbrio caímos numa situação onde as seguradoras na briga por maiores margens de valor no mercado de seguros levam vantagem, devido a um poder de barganha substancialmente superior ao das corretoras. Este cenário deixa subentendido à possibilidade de ganhos que as corretoras podem obter através do aumento do poder de barganha advindo da obtenção de escala, como já ocorrido em países desenvolvidos, sendo este um dos principais objetivos deste estudo.

---

<sup>7</sup> Expressão de origem inglesa amplamente utilizada e Economia e no mundo dos negócios para designar participantes do mercado.

### **III – FUSÕES E AQUISIÇÕES HORIZONTAIS, APARATO CONCEITUAL**

Diversos fatores podem justificar fusões e aquisições (F&As) dentro de um mesmo setor, há uma série de fatores intrínsecos as características de cada segmento e aos objetivos corporativos que impulsionam esses movimentos e dão origem a este campo de conhecimento dentro de Organização Industrial. F&A horizontal consiste num importante mecanismo para empresas que buscam crescimento mais expressivo do que sua estrutura interna é capaz de oferecer. Ganhos de escala como aumento do poder de mercado, redução do custo médio, aumento da amplitude geográfica e otimizações operacionais de uma forma geral, são os principais fatores de motivação. Muitas podem ser as razões envolvidas que estimulam essas operações, mas o objetivo final dos que buscam este tipo de estratégia é sempre o de agregar valor às empresas.

#### **III.1 – Visão Geral e Motivação**

Antes mesmo de desenvolver qualquer aparato sobre F&As horizontais, é necessário inicialmente ambientar-se com as características não só das empresas em questão, mas também do segmento no qual elas estejam inseridas. Por isso uma análise detalhada do ambiente no setor, é o primeiro passo para chegarmos numa modelagem mais adequada sobre as estratégias de F&As horizontais ideais, caso exista alguma ideal; entender o nível de fragmentação do mercado, quais as barreiras à entrada, os tipos de competidores, entre outros cuja relevância varia entre setores. Feito isso, o segundo passo é a análise detalhada sobre a própria estrutura das empresas; a estrutura dos custos, o modo de produção, potenciais sinergias, etc. Compreender dessa forma, quais linhas devem ser seguidas para alcançar a maximização do valor, com o intuito também de identificar se F&A horizontal é realmente um caminho adequado, e caso seja, direcionar as operações para que se obtenham os maiores ganhos com as integrações dadas as características do mercado e das empresas.

O principal motivo para que se adotem estratégias de F&As horizontais em geral é a capacidade de agregar valor para as firmas envolvidas. F&As horizontais podem trazer crescimento mais acelerado, quando feitas levando em consideração a maior quantidade de variáveis que circundam a operação, podem gerar bons resultados para as firmas. A estratégia

de união entre empresas do mesmo segmento que ofertam produtos com altos graus de substitutabilidade e complementaridade, mostra-se aos empresários como uma boa estratégia de acordo com os possíveis ganhos envolvidos nessas operações. Como estamos tratando de um tema bastante complexo, não podemos deixar de lado os demais pontos de vista sobre o assunto. Na maioria dos casos operações de F&As entre empresas do mesmo segmento são vistas como boa para as empresas envolvidas e ruins para os consumidores. De fato, é intuitivo pensar desta maneira, mas como dito anteriormente essas operações são complexas, envolvem muitos fatores e precisam ser analisados minuciosamente caso a caso para entender os possíveis impactos. Operações de F&As horizontais costumam estar associadas não apenas ao aumento de poder de mercado e a possibilidade de extrair excedente do consumidor, podem envolver benefícios que contribuem para uma situação de maior eficiência no mercado. Entidades governamentais analisam esses contrapesos, permitindo ou não que operações desta natureza aconteçam.

### **III.2 – Economias de Escala e de Escopo**

Agentes na economia como bancos de investimentos, fundos e empresários empregam bastante tempo e capital em empreitadas com o intuito de absorver oportunidades de consolidação de mercados. Voltam seus holofotes em grande parte para mercados com altos níveis de fragmentação, montando investimentos que tentam explorar ganhos com a integração. São comuns casos nos quais esses agentes fazem uso de F&As horizontais para acelerar o processo de expansão e auferir mais rapidamente os possíveis ganhos.

O que estes agentes estão na verdade observando, é a possibilidade de explorar oportunidades advindas de economias de escala e escopo. É preciso tomar um pouco de cuidado na hora definir os temas, apesar de superficialmente apresentarem similaridade as definições de economias de escala e economias de escopo são embasados em conceitos distintos.

Economias de escala estão intimamente ligadas a produtos substitutos, isto porque normalmente o processo produtivo de produtos substitutos apresentam similaridades, isto é, também apresentam fatores de substitutabilidade. Uma definição simplista para economias

de escala seria que quando dobramos todos os insumos necessários para produzir um bem, a produção deste bem mais que dobra, ou seja, quando a escala aumenta a produtividade também aumenta. Esta é a definição clássica de economias de escala, que também pode ser entendida de maneira recíproca, de modo que operando numa escala maior as firmas podem produzir a mesma quantidade do bem com menos insumos, o que também reflete a propriedade de aumento da produtividade dos insumos.

Indo um pouco mais a fundo para entender porque alguns casos apresentam este tipo de comportamento, focando nas justificativas que acrescentam embasamento teórico ao estudo, é razoável pensar que uma empresa que passa a atuar numa escala maior se beneficie de dois modos. O primeiro está associado ao grau de especialização do uso dos insumos, principalmente dos funcionários, que operando numa escala maior provavelmente passariam a realizar mais intensivamente as atividades que melhor desempenham, remontando o grande avanço da 2ª Revolução Industrial<sup>8</sup>, a linha de montagem. O segundo está ligado ao aumento do poder de mercado, firmas maiores possuem maior capacidade de ditar preço, a maior escala abre espaço para acordos comerciais que podem tanto baratear os custos quanto aumentar a receita, afetando positivamente a produtividade.

A presença de economias de escopo diferentemente de economias de escala está associada a insumos para a produção complementares. Uma definição básica seria que quando duas empresas diferentes que produzem bens diferentes se unem, em conjunto são capazes de produzir maior quantidade do que as duas produções isoladas somadas, com os mesmos insumos utilizados pelas duas firmas separadamente, independentemente da maneira que estiverem alocados. Note que em economia de escopo os bens produzidos não são homogêneos e não há nenhum aumento ou redução nos insumos, o crescimento ocorre devido a uma melhor alocação dos recursos entre a produção dos dois bens. Destrinchando melhor a teoria para esclarecer o conceito, a economia de escopo existe quando numa situação hipotética de integração entre duas empresas, um ou mais recursos utilizados na produção de uma das firmas apresentam uma taxa de produtividade após a integração superior, no sentido de que sejam produzidos mais de um dos bens e que a produção do outro bem seja maior ou igual. Esse fator se mostra pertinente porque mesmo dentro do mesmo

---

<sup>8</sup> Grande acontecimento ocorrido em meados do século XIX, marcado pelo grande avanço das tecnologias de produção, passando a difundir a produção em larga escala e a especialização da mão de obra.

segmento, podem haver variações nos bens de modo a haja complementaridade nos processos produtivos.

### **III.3 – Sinergias Operacionais**

Incorporando as definições da seção anterior para o tema de origem do capítulo, não é estranho pensar que processos de F&As entre empresas do mesmo segmento apresentem a presença de economias de escala e de escopo, a questão básica estará nas características dos insumos. Vejamos agora de maneira aplicada situações onde economias de escala e de escopo se manifestam nas operações de F&As horizontais.

Sinergias são um dos principais fatores que impulsionam operações de F&As horizontais e se englobam basicamente dentro dos conceitos de economias de escala e de escopo. O termo sinergia advém da ideia de que o valor das firmas integradas pode ser superior ao da soma das partes individualmente, termo que se camufla bem dentro das ideias de economias de escala e escopo. O principal tipo de sinergia envolvida nas transações de F&As horizontais é a sinergia operacional. As sinergias operacionais estão ligadas a dois pontos fundamentais, a redução do custo médio e o incremento do faturamento.

As potenciais reduções do custo médio do caso em questão, por um lado deriva da presença de economias de escala, quando uma firma adquire ou se funde com outra do mesmo segmento, é provável que ocorra a diluição dos custos fixos necessários à produção, além da possibilidade da dispensa de alguns insumos, permitindo que o custo por unidade diminua após a aquisição ou a fusão, ou seja, manter a mesma produção com um menor custo. Visto pelo ângulo do escopo, a redução do custo médio pode ser resultado da melhor realocação de insumos complementares. Dessa forma, expansão através de F&A horizontal pode aumentar o percentual de lucratividade da empresa independentemente de qualquer impacto que possa ser gerado sobre Receita.

O aumento de receita que processos de F&As horizontais podem ocasionar também envolvem os preceitos de economias de escala e escopo. Pelo lado da escala temos claramente o aumento do poder de mercado e a redução do nível de concorrência. Pelo lado

do escopo, este benefício surge quando as empresas envolvidas mesmo fazendo parte do mesmo segmento, comercializam produtos que apresentam algum grau de complementaridade no seu modo produtivo. O incremento na receita pode ser gerado através da exploração do potencial produtivo que cada uma das firmas deixa de realizar e que pode ser implantada através do *know how*<sup>9</sup> que a outra firma possui, podendo gerar uma dupla exploração de oportunidades. Podemos considerar um exemplo em que uma firma *F* produz um bem *T* e uma firma *E* produz um bem *L*, sendo esses dois bens pertencentes ao mesmo segmento e sendo esses dois bens dotados de particularidades diferentes, uma possível integração entre essas firmas poderia dar origem a um incremento na produção advindo do aperfeiçoamento da tecnologia de produção dos bens *T* e *L*, agregando características positivas de *T* em *L* e de *L* em *T*, passando a explorar o mercado consumidor que demande estas características de maneira mais intensiva.

### **III.4 – Regulação Antitruste e Eficiência de Mercado**

Existem entidades governamentais responsáveis por coibir atividades anticompetitivas no mercado. Este tipo de regulação é um fenômeno não muito antigo, tendo sido iniciado por volta do final do século XIX nos EUA e após a 2ª Guerra Mundial em países europeus. Porém em países em desenvolvimento este é um fenômeno ainda mais recente, no Brasil políticas de regulação antitruste passaram a ser efetivamente utilizadas em meados da década de 90, atualmente este papel é realizado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), que é uma autarquia federal que tem como missão justamente zelar pela livre concorrência.

Essas entidades têm por objetivo promover o bem estar na economia, podendo tanto interferir de forma inibidora quanto agir de maneira preventiva. São responsáveis por fiscalizar parâmetros de conduta que podem ir contra os princípios da livre concorrência, como a prática de cartéis, ou qualquer outro movimento que coíba a concorrência e que tente tirar proveito dos benefícios gerados a partir da concentração de poder de mercado como o maior controle sobre os preços e a extração do excedente do consumidor.

---

<sup>9</sup> Expressão de origem inglesa utilizada para expressar a capacidade prática de realizar alguma atividade.



Elas assumem um papel fundamental nas operações de F&As horizontais, de modo que qualquer tipo de transações que sejam voltadas para fins de domínio de mercado e práticas anticompetitivas sejam inibidas, ou pelo menos deveriam. Possuem a responsabilidade de representar a sociedade como um todo, analisar os detalhes de cada operação e suas prováveis consequências. Se tratando de operações de F&As horizontais, as entidades reguladoras antitruste analisam alguns princípios básicos para que as operações não afetem negativamente o bem estar da economia. É necessário observar as participações no mercado das empresas envolvidas nas transações para que se evitem situações de excesso de poder de mercado, juntamente com esta observância, é fundamental a avaliação das barreiras à entrada de novos competidores e da estimação da elasticidade<sup>10</sup> da oferta e da demanda. Isso porque se há um alto nível de barreiras á entrada de novos competidores, fica difícil que outros agentes entrem no mercado para casos em que há possíveis elevações de preços advindas de comportamento monopolista, ajudando a sustentar situações que se aproximam de um monopólio. A estimação das elasticidades possui justificativa semelhante, de modo que num mercado onde a elasticidades-preço da demanda é muito alta, se torna mais difícil explorar oportunidades através de práticas anticompetitivas de monopolização do mercado, pois os consumidores são muito sensíveis às variações nos preços. Um segundo ponto analisado pelas entidades de regulação antitruste, é um velho conhecido que discutimos com bastante avidez, trata-se das eficiências operacionais que podem ser geradas através de operações de F&As horizontais.

Essas instituições estão presentes na maioria dos países, por mais que contenham particularidades e defeitos, são pautadas pelos mesmos princípios básicos, de tentar garantir eficiência coletiva no mercado em situações de interação estratégicas, nas quais a mão invisível<sup>11</sup> não conduz a um ótimo social.

---

<sup>10</sup> Termo utilizado em Economia que mede o impacto que a alteração de uma variável exerce sobre outra (exemplo: elasticidade-preço da demanda, mede o quanto a demanda varia em relação à variação nos preços).

<sup>11</sup> Expressão clássica criada por Adam Smith para explicar a situação de equilíbrio onde cada agente fazendo o que é melhor para si conduz a economia para uma situação ótima, como se houvesse uma força que os orientasse.

#### **IV – O CASO BRASIL INSURANCE**

A Brasil Insurance foi uma empresa idealizada e fundada por um fundo de investimentos com o objetivo de absorver parte dos ganhos advindos da consolidação do mercado de corretagem de seguros, que como vimos é altamente pulverizado. Diante de um cenário onde esse movimento já se mostrava ativo por meio dos gigantes internacionais que buscavam penetração no mercado brasileiro, a Brasil Insurance surge com a prerrogativa de se tornar um agente de peso no mercado de corretagem de seguros nacional. Ao final de 2010 reunindo a operação de 27 corretoras de seguros espalhadas pelo Brasil que acreditaram nessa ideologia de consolidação, a Brasil Insurance abre o capital na bolsa de valores, se tornando a primeira corretora nacional de capital aberto e preservando uma grande parte do caixa obtido para investimento em aquisições de novas corretoras. Com o objetivo de seguir no movimento de consolidação através não apenas do crescimento orgânico, mas principalmente através da aquisição de novas corretoras, a Brasil Insurance conforme divulgado, pretende continuar adquirindo novas corretoras focando nos ganhos associados às sinergias operacionais.

As corretoras alvo pelo quesito substitutabilidade seguem passo a passo a receita desenvolvida no capítulo de aparato conceitual. Buscando aumentar a participação de mercado nas modalidades de seguros mais rentáveis e estáveis, com a intenção de explorar pelo lado da receita, o aumento de poder de barganha frente às seguradoras que ofertam estas modalidades. Pelo lado dos custos esse tipo de aquisição também apresenta um elevado grau de atratividade, até superior ao benefício via receita. Como essas corretoras inicialmente se encontram alocadas em unidades independentes, que costumam apresentar estruturas operacionais bastante similares. Existe a possibilidade da criação de grandes centros especializados por ramo e região, concentrando a parte operacional e administrativa dos seguros, reduzindo custos através de uma alocação mais eficiente dos meios de produção e da extinção de filiais desnecessárias do ponto de vista operacional. Este tipo de estratégia já vem sendo adotada pela Brasil Insurance, facilitando ainda mais a integração das novas corretoras ao grupo e auferindo com mais rapidez dos ganhos atrelados às sinergias operacionais que reduzem os custos.

Já as corretoras alvo pelo quesito complementaridade seguem duas premissas, complementaridade geográfica e complementaridade por modalidade de seguro, sendo ambas explorando sinergias atreladas à economias de escopo. Pelo fator geográfico a busca por novas corretoras é focada em regiões onde a Brasil Insurance possui pouca penetração no mercado, o intuito é de expandir a base de clientes, adquirindo corretoras com a possibilidade de se tornarem plataformas dos produtos da Brasil Insurance nas respectivas regiões.

As aquisições associadas à complementaridade de produto visam ampliar a qualidades e a oferta destes, envolvendo corretoras especializadas em ramos cuja Brasil Insurance carece de *know how*. Esta estratégia faz parte de um componente muito importante no modelo para o crescimento acima das taxas de mercado, explora as especialidades diversas entre as corretoras que fazem parte do grupo. Este mecanismo funciona através da venda cruzada dos produtos, mais popularmente conhecido como *cross-selling*. Consiste na otimização da exploração das carteiras de clientes das corretoras, trocando em miúdos: se no grupo existe uma corretora *S* especializada no ramo de saúde, tendo conseqüentemente uma carteira de clientes concentrada neste ramo e uma outra corretora *C* especializada no ramo de cascos marítimos, também com uma carteira concentrada neste ramo, logo existe uma possibilidade de *cross-sellig* entre elas, pois o representante da corretora *C* pode indicar aos seus clientes, a corretora *S* para realizar o seguros de saúde, num modelo de co-corretagem<sup>12</sup>, agregando satisfação aos clientes por deixá-los nas mãos de um especialista integrante um grupo que usufrui de benefícios comerciais e agregando valor ao negócio como um todo.

A palavra aquisição não ilustra com precisão o mecanismo utilizado pela Brasil Insurance para anexar novas corretoras ao grupo. Na verdade o modelo prevê a continuação dos sócios a frente do negócio, mas não mais como sócios das corretoras e sim como sócios da Brasil Insurance. Interessa muito pouco à Brasil Insurance corretoras nas quais os sócios desejam sair do negócio. A Brasil Insurance enxerga a atividade de corretagem de seguros de maneira fortemente atrelada aos vínculos comerciais dos sócios das corretoras, no próprio exemplo de *cross-sellig* citado no parágrafo anterior fica subentendido um elo de confiança entre o representante da corretora *C* e os seus clientes. Não se buscam sócios que querem

---

<sup>12</sup> Sistema no qual um corretor indica um cliente para outro corretor, de modo que ambos definem conjuntamente como será repartida a receita de comissionamento.

pular fora e sim sócios que querem dar continuidade nos negócios e expandirem os seus horizontes.

O aumento de escala obtido através deste processo de consolidação traz uma série de benefícios e desafios para a Brasil Insurance. Um dos benefícios claramente explorado é o maior poder de negociação frente às seguradoras, permitindo o desenvolvimento de um canal de comunicação mais direto, que aumenta o dinamismo na negociação por melhores condições de comissionamento. Atualmente, segundo informações de representantes da empresa, a Brasil Insurance conta com equipes dentro das principais seguradoras que atua, voltadas para o seu atendimento exclusivo. Segundo informações colhidas nas apresentações de divulgações trimestrais de resultados, o nível de comissionamento médio subiu de 13% em meados de 2010 para 15% em 2012, o que possui uma grande relevância se tratando de uma empresa que comercializa cerca de 2 bilhões em prêmios ao ano. A ampla base de clientes da Brasil Insurance também tem permitido a identificação de novas necessidades de demanda e quando associamos isto a um canal de comunicação eficiente com as seguradoras, temos como resultado uma maior liberdade para o desenvolvimento de novos produtos que atendam de modo mais satisfatório os clientes da Brasil Insurance além de garantir exclusividade na venda de alguns produtos.

Executar todos esses planos de consolidação de maneira organizada e eficiente não parece ser uma tarefa fácil, é necessário um esforço muito grande para alinhar todos os objetivos e traçar os caminhos adequados para que todo o potencial seja absorvido ao máximo. Muito provavelmente os sócios das corretoras que passaram a integrar o grupo trabalharam bem mais do que anteriormente nas suas operações independentes. Todas essas ideias pautadas pelos mecanismos de escala, *cross-sellig*, unificação de centros operacionais, entre outros; exigem muito trabalho, planejamento estratégico e disciplina organizacional; por parte não apenas dos executivos, mas também pelos sócios corretores que compõem o grupo.

## V – ESTUDO SOBRE A CONSOLIDAÇÃO DA CORRETAGEM DE SEGUROS NO BRASIL

Durante todo o trabalho tratamos as fusões e as aquisições da mesma maneira, isso foi adotado porque a diferença entre uma e outra está basicamente em quem assume o risco da operação não agregar todo o valor esperado, ou o benefício caso o valor agregado seja superior ao estipulado. Quando ocorre uma fusão entre duas firmas, ambas assumem essa incerteza, de modo que se as coisas derem certo ou errado, ambas deveram assumir as consequências. Quando ocorre uma aquisição essa incerteza é assumida pela ponta compradora, a própria Brasil Insurance, tenta minimizar esta dubiedade atrelando parte do valor de pagamento pela compra de uma corretora aos lucros futuros da mesma, com a corretora já operando dentro do grupo.

Após o entendimento do mercado de corretagem de seguros brasileiro, dos mecanismos por trás das operações das F&As incumbentes ao assunto e ainda tendo realizado a análise sobre um caso prático. O desenvolvimento de um modelo simples para consubstanciar estes três níveis de concepções, mostra-se como uma opção positiva para acrescentar ao estudo um melhor embasamento lógico econômico.

Partindo de uma série de condições simplificadoras para que as análises sejam visivelmente claras, será trabalhado um modelo teórico sobre um mercado hipotético de seguros com o objetivo de justamente trabalhar os pontos discutidos conceitualmente e empiricamente nos capítulos anteriores.

Neste mercado hipotético haverão 2 tipos de seguros, sendo cada um ocupando parcelas iguais do mercado, denotados por: *A* e *B*. As apólices comercializadas dentro de cada tipo de seguro serão idênticas e os seus preços serão decompostos da seguinte maneira:

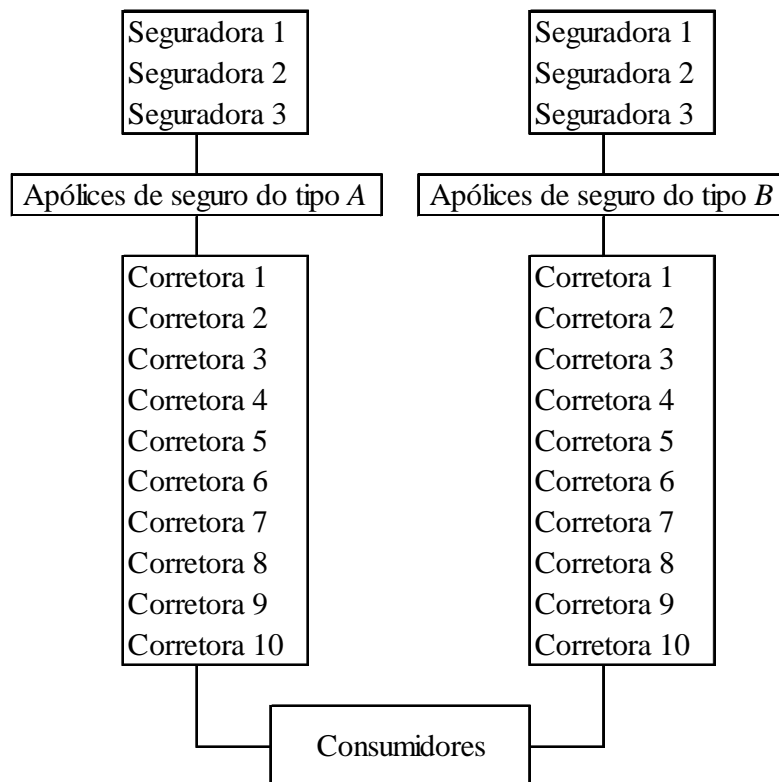
$$P_{\varphi} = R_{\varphi} + M_{\varphi} \quad \text{onde } \varphi = A \text{ ou } B$$

*R* representa a parte do preço responsável por cobrir os sinistros, por hipótese será suposto que as seguradoras são eficientes no cálculo do risco e conseguem mensurar com precisão o valor para cobrir as ocorrências de sinistro, ou seja, não há assimetria de informação. *M* representa a margem de receita gerada por apólice, neste primeiro momento para estudar

apenas a relação entre seguradoras e corretoras será suposto que seja fixa. Para o modelo apenas a parte  $M$  do preço será importante.

O mercado de seguros estará inicialmente subdividido em 3 seguradoras e 10 corretoras simétricas em cada submercado dividido por tipo de seguro:

Diagrama V.a



Ou seja, 6 seguradoras e 20 corretoras, onde a princípio cada uma só trabalha com um tipo de seguro. Pelo lado das seguradoras, não haverá incentivos em oferecerem apólices do outro tipo, elas por hipótese serão focadas nos ramos em que conseguem precificar os riscos de modo preciso e não se beneficiariam em adentrar no outro submercado onde existe o risco de precificarem com imprecisão. Porém pelo lado das corretoras haverá o incentivo de comercializarem seguros do outro tipo, que estará atrelado a possibilidade de aumentarem as quantidades vendidas de apólices que são especialistas para outros clientes. Mas esse ganho inicialmente não é explorado porque as corretoras tem receio de ofertar um produto que não é a sua especialidade, devido à má repercussão que isto pode vir a causar no mercado, que

consequentemente pode levar a perda de clientes cativos e queda na produção no ramo no qual é especialista. Desse modo, do ponto de vista das corretoras as seguintes relações são válidas, embora na exista um bloqueio na situação inicial:

$$\frac{\partial q_A(q_B)}{\partial q_B} > 0$$

$$\frac{\partial q_B(q_A)}{\partial q_A} > 0$$

Por hipótese será estipulado que o mecanismo que estimula a comercialização de seguros via corretora funciona perfeitamente e 100% das apólices são vendidas via corretoras, como ficou subentendido pelo diagrama do mercado. As receitas das corretoras e seguradoras por apólice será determinada da seguinte forma:

$$R_{Cor.:\varphi} = (\theta_\varphi) \cdot M_\varphi \quad R_{Seg.:\varphi} = (1 - \theta_\varphi) \cdot M_\varphi \quad \text{onde} \quad \theta_\varphi \in (0,1) \quad \text{e} \quad \varphi = A \text{ ou } B$$

Como devido às hipóteses, a margem de receita é fixa e disputada entre as corretoras e as seguradoras, podemos seguir com a análise do mercado de corretagem, pois as seguradoras em termos de mercado terão um resultado inversamente proporcional ao deste no que diz respeito à receita.  $\theta$  será um parâmetro em função da concentração das vendas do mercado (que podemos chamar de  $z$ ), quanto maior a concentração de mercado das corretoras maior poder para negociar melhores margens.

$$\frac{\partial \theta_\varphi(z_\varphi)}{\partial z_\varphi} > 0 \quad \text{onde} \quad z_\varphi \in (0,1) ; \quad \lim_{z_\varphi \rightarrow 1} \theta_\varphi(z_\varphi) = 1 \quad \text{e} \quad \varphi = A \text{ ou } B$$

O custo das seguradoras por apólice será por hipótese definido como constante, enquanto que os das corretoras serão em função de dois fatores,  $z$  e  $\delta$ .  $\delta$  será um parâmetro com característica binária também em função de  $z$  respeitando a seguinte condição:

$$\delta = \begin{cases} \text{Se } z_A + z_B \geq 20\% \text{ então } \delta = 0 \\ \text{Se } z_A + z_B < 20\% \text{ então } \delta > 0 \end{cases}$$

Quando a corretora detém uma parcela pequena do total de vendas de todo o setor ela possui um benefício por passar mais despercebida pela fiscalização, podendo desta forma operar com contingências trabalhistas e tributárias. Quando ela atinge uma participação relevante no

mercado este tipo de prática torna-se impossibilitada, pois o risco de ser flagrada se torna muito alto. Esse mecanismo está representado no nosso modelo por este parâmetro  $\delta$  contido no custo das corretoras.

O custo por apólice do tipo  $\varphi$  de uma corretora qualquer será representado da seguinte forma:

$$C_{\varphi}(z_{\varphi}, \delta) = c(z_{\varphi}) - \delta \quad \text{onde} \quad \varphi = A \text{ ou } B$$

Quando a parcela de mercado da corretora, incluindo os dois tipos existentes, for superior ou igual do que 20% de todo o mercado, a seguinte condição é válida:

$$\frac{\partial C_{\varphi}(z_{\varphi}, \delta)}{\partial z_{\varphi}} < 0$$

Ou seja, quando  $\delta$  assume o valor de zero, à medida que a concentração nas vendas de seguros do tipo  $\varphi$  aumenta o custo deste tipo de apólice cai.

Com todo este aparato montado, serão construídos alguns casos de fusões para serem analisados:

- 1º caso – Fusão entre 4 corretoras do tipo  $A$

Primeiramente será analisado lucro das corretoras antes da fusão:

$$\pi_{4,A} = \sum_{j=1}^4 q_{j,A} * \{[\theta_{1,A}(z_{1,A}) * M_A] - [c(z_{1,A}) - \delta]\}$$

Simplesmente a soma do lucro individual de cada uma delas, sendo  $q$  a quantidade de apólices vendidas. Como cada uma possui apenas 10% de participação no mercado do tipo  $A$ , o fator beneficia as corretoras reduzindo a chance de serem flagradas cometendo irregularidades está presente.



A nova corretora gerada pela fusão será denotada por  $W$ , seu lucro será:

$$\pi_W = \sum_{j=1}^4 q_{j,A} * \{[\theta_{W,A}(z_{W,A}) * M_A] - c(z_{W,A})\}$$

O lucro da nova corretora sofrerá dois impactos em relação ao anterior, o primeiro claramente positivo devido ao aumento do comissionamento, por causa da grande concentração no mercado de seguros do tipo  $A$  que a corretora  $W$  passará a ter. O segundo, no entanto apresenta uma situação de ambiguidade, pois não se sabe ao certo o impacto sobre os custos. Existe o ponto positivo ligado à otimização operacional e o ponto negativo ligado à perda de capacidade de sonegação.

Quanto aos outros agentes do setor, as seguradoras claramente ficam pior após a fusão devido à perda de margem causada pela maior concentração das vendas nas mãos de uma única corretora, que passará a deter 40% das vendas de apólices do tipo  $A$ . Como existem 3 seguradoras operando com apólices do tipo  $A$  e a corretora  $W$  tem a possibilidade de escolher com qual operar,  $W$  sempre pode conduzir a sua produção para a seguradora que oferecer a melhor condição de comissionamento mesmo que isto cause redução na margem da mesma. Já os consumidores permanecem não afetados pela mudança, neste cenário a briga ocorre apenas entre corretoras e seguradoras.

- 2º caso – Fusão entre 2 corretoras do tipo  $A$  e 2 do tipo  $B$

Lucro das firmas antes da fusão:

$$\pi_{2,A;2,B} = \sum_{j=1}^2 q_{j,A} * \{[\theta_{1,A}(z_{1,A}) * M_A] - [c(z_{1,A}) - \delta]\} + \sum_{i=1}^2 q_{i,B} * \{[\theta_{1,B}(z_{1,B}) * M_B] - [c(z_{1,B}) - \delta]\}$$

Assim como no caso anterior o lucro é a soma das quantidades que cada corretora comercializa mantendo as suas mesmas condições comerciais e operacionais.

A corretora resultante da fusão será denotada por  $Y$ , seu lucro será:

$$\begin{aligned} \pi_Y = & \sum_{j=1}^2 q_{j,A} * \{[\theta_{Y,A}(z_{Y,A}) * M_A] - c(z_{Y,A})\} + \frac{\partial q_{Y,A}(q_{Y,B})}{\partial q_{Y,B}} * \{[\theta_{Y,A}(z_{Y,A}) * M_A] - c(z_{Y,A})\} \\ & + \sum_{i=1}^2 q_{i,B} * \{[\theta_{Y,B}(z_{Y,B}) * M_B] - c(z_{Y,B})\} + \frac{\partial q_{Y,B}(q_{Y,A})}{\partial q_{Y,A}} * \{[\theta_{Y,B}(z_{Y,B}) * M_B] - c(z_{Y,B})\} \end{aligned}$$

O lucro neste caso envolverá questões um pouco mais complexas, desta vez o poder de barganha frente às seguradoras que oferecem seguros tanto do tipo  $A$  quanto do tipo  $B$  será superior comparado com a situação antes da fusão, porém inferior ao registrado na fusão do 1º caso que concentrou 40% do mercado do tipo  $A$ , agora a concentração foi 20% no mercado do tipo  $A$  e 20% no mercado do tipo  $B$ . O resultado via custo continua ambíguo, mas tende a ser inferior ao ganho de sinergia operacional da fusão do 1º caso, simplesmente porque é coerente a linha de pensamento de que é mais difícil integrar operações diferentes do que operações iguais, por mais que existam algumas semelhanças. A diferença fundamental deste caso está associada ao impacto positivo da venda de um tipo de apólice na outra, ocorre a quebra do bloqueio que impedia as corretoras de explorarem a base de clientes que consomem apólices do outro tipo, é o que foi chamado anteriormente de *cross-selling* e que foi mostrado como funciona através do exemplo da Brasil Insurance, que explora fortemente este mecanismo. Ele está embasado na confiança existente na relação entre o corretor e o cliente; e no aproveitamento da oportunidade de ganho explorando melhor ambas as carteiras de clientes.

Assim como no caso anterior a situação das seguradoras dependerá do quanto bem sucedida ou não for a estratégia das corretoras, já os clientes permanecem na mesma condição com ou sem fusão.

Se relaxarmos a hipótese de que  $M$  seja constante, novos caminhos podem ser tomados e os consumidores que até então não participaram do jogo podem sofrer alterações no bem estar. Se a margem de receita agora pode variar, o resultado de uma fusão entre corretoras tende a pressionar os dois lados do mercado, as seguradoras e os consumidores. Um fator chave nesse novo cenário será a elasticidade-preço da demanda, se os

consumidores apresentarem uma sensibilidade muito elevada a preço, um aumento na concentração de mercado das corretoras tende a gerar um resultado muito parecido do que os discutidos nos dois casos acima, nas quais a hipótese de  $M$  constante era válida. Por outro lado caso os consumidores não sejam muito sensíveis a preço, o caminho natural será que uma parte da perda de margem das seguradoras seja repassada para os clientes via aumento no preço das apólices.

A questão básica é que quando o mercado de corretagem de seguros se consolida existem dois os benefícios possíveis, via custo e via receita. Os benefícios via custo tendem basicamente a trazer benefícios para o mercado como um todo. Enquanto que os benefícios via receita quando ligados ao *cross-sell* também tendem a trazer benefícios para o mercado como um todo, o problema básico para o bem estar do mercado estaria no ganho via receita atrelado ao aumento de poder de mercado que tende a reduzir o excedente de algum outro integrante do mercado, em alguns casos até mais que proporcionalmente.

O modelo explora pouco o processo de decisão dos agentes, mas isso foi uma premissa adotada conscientemente, pois o mercado no qual todo o trabalho gira em torno, apresenta como dito anteriormente características de concorrência monopolista, sendo assim pouco adequado representar de maneira a dar ênfase nos processos que envolvem decisão, como são a maioria dos modelos voltados para estudo de monopólio e oligopólio. Ainda nesta linha, por mais que o modelo seja dotado de muitas hipóteses que na prática seriam duramente contestadas, ele ajuda a pensar a realidade das F&As no segmento de corretagem de seguros no Brasil, porém o que fica evidente é que tudo depende da intensidade de determinados parâmetros que na prática são desconhecidos, inclusive para determinar se a soma dos ganhos e perdas de excedentes das partes envolvidas é ou não positiva.

Ao que tudo indica, o segmento de corretagem de seguros seguirá neste movimento de consolidação, segundo a pesquisa divulgada pelo Sindicato das Seguradoras, Previdência e Capitalização (SINDSEGSP), cerca de metade dos corretores de seguros do Brasil possuem interesse em desenvolver fusões com outras empresas da mesma cidade, enquanto que mais da metade sonham em tornar sua operação nacional. O Brasil assim como outros países em desenvolvimento passa por um momento onde tende a sofrer muitas mudanças na estrutura de alguns segmentos, de maneira a se aproximar das estruturas hoje observadas em

economias mais desenvolvidas. Nesse caminho não só as empresas que movem por interesses próprios, mas o governo como um representante democrático e as estruturas criadas para fins de regulação, assumem um papel fundamental no estudo de cada operação, na análise detalhada de todos impactos envolvidos e conseqüentemente, o resultado de tudo isso afetará desenho organizacional da economia brasileira nos próximos anos.

## VI – CONCLUSÃO

As recentes alterações no cenário econômico brasileiro ressaltam a importância do tema fusões e aquisições para o entendimento dos mecanismos por trás desta metamorfose. O estudo neste sentido foi voltado para responder questões básicas sobre esse tipo de acontecimento explorando o segmento de corretagem de seguros brasileiro.

Espero com o trabalho, ter transparecido de modo satisfatório ao leitor as características deste segmento, tanto no quesito organizacional quanto no modo individual de funcionamento. Tornando isto base para o desenvolvimento de exemplos e mecanismos visando esclarecer as engrenagens que movem os processos de fusões e aquisições no mercado de corretagem de seguros no Brasil. Acredito ter deixado suficientemente claro os principais mecanismos relacionados às motivações e restrições dos corretores de seguros aos movimentos de fusões e aquisições. O exemplo real da Brasil Insurance que nasceu em 2010 com a união de 27 corretoras e que atualmente, três anos depois, reúne a operação de 50 corretoras de seguros, representa toda essa efervescência deste segmento que se mantém em constante mutação organizacional.

O modelo desenvolvido foi de grande valia para compreensão dos impactos relacionados à consolidação do mercado de corretagem de seguros no Brasil não apenas do ponto de vista das corretoras, mas também das seguradoras e clientes finais. Convido o leitor para além dos resultados apresentados, exercer o exercício de transmutar hipóteses para analisar como poderiam afetar os resultados apresentados. No meio de tudo isto a importância dos órgãos de regulação se consolidam como vitais sobre o resultado final desse sistema de equações onde existem forças pulsando para ambos os lados, ressaltando o destaque do papel das regras do jogo no resultado da partida.

Existem uma série de analogias que podem ser realizadas vinculando os resultados do estudo para outros segmentos. Para isso é necessário tomar cuidado ao estabelecer as simetrias e diferenças relacionadas aos casos nos quais se desejam inferir sobre fusões e aquisições, muito provavelmente outros mercados que se organizam de maneira altamente fragmentada abrem espaço para similitude no que diz respeito a economias de escala e de escopo, principalmente de escala que são mais claramente visíveis. Nesse sentido o trabalho

buscou de maneira paralela aos objetivos principais fornecer subsídios para que novos estudos sejam desenvolvidos dentro do âmbito de fusões e aquisições, visando evoluir a sociedade no entendimento de um campo de estudo tão importante e que possui impacto direto sobre os agentes da economia.

## VII – REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL INSURANCE. *Apresentação de Resultado 1T11*.  
<[http://ri.brasilinsurance.com.br/brasilinsurance/web/conteudo\\_pt.asp?tipo=34428&id=0&idioma=0&conta=28&ano=2011](http://ri.brasilinsurance.com.br/brasilinsurance/web/conteudo_pt.asp?tipo=34428&id=0&idioma=0&conta=28&ano=2011)>

BRASIL INSURANCE. *Apresentação de Resultado 4T12*.  
<[http://ri.brasilinsurance.com.br/brasilinsurance/web/conteudo\\_pt.asp?tipo=34428&id=0&idioma=0&conta=28&ano=2012](http://ri.brasilinsurance.com.br/brasilinsurance/web/conteudo_pt.asp?tipo=34428&id=0&idioma=0&conta=28&ano=2012)>

BRASIL INSURANCE. *Plano Estratégico*. 30 de novembro de 2011.  
<[http://ri.brasilinsurance.com.br/brasilinsurance/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=34409](http://ri.brasilinsurance.com.br/brasilinsurance/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=34409)>

CNseg (Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização). *Estatísticas - Mercado*.  
<<http://www.fenaseg.org.br/cnseg/estatisticas/mercado/>>

CNseg (Confederação Nacional das Empresas de Seguros Gerais, Previdência Privada e Vida, Saúde Suplementar e Capitalização). *Informes Anuais / Balanços Sociais (2000 – 2012)*.  
<<http://www.fenaseg.org.br/cnseg/memoria/informe-anual-balanco-social/edicao-2011.htm>>

FLANAGAN, D.; KREUZE, J. e MARIE SMITH, O. *Merger and Acquisition Opportunities*. Internal Auditor, Ago-2004.

GALIZA, F. *Visão das Seguradoras: Uma análise da distribuição de seguros no Brasil*. Rating de Seguros, abril de 2007.

GAUGHAN, Patrick A. *Mergers, Acquisitions, and Corporate Restructurings*. Editora John Wiley & Sons, 5ª edição.

HOFMANN, Mark A. *Growing economy fuels Brazil's insurance market*. Business Insurance, 11 de junho de 2012.

KIP VISCUSI, W.; HARRINGTON JR., J. E. e VERNON, J. M. *Economics of Regulation and Antitrust*. The MIT Press, 4ª edição, 2005.

LEI Nº 4.594, de 29 de dezembro de 1964. Decretada pelo Congresso Nacional e sancionada pelo Presidente da República o Marechal Humberto Castello Branco.

MEDER, R. C. *Changes in the Global Insurance Market*. World Trade, vol.14, Mar-2001.

PORTAL BRASIL, *Classe C já é maioria da população do País*. Portal Brasil, 23 de março de 2012.

ROBERTS, S. *Big brokers gain competitor*. Business Insurance, vol.38, n.31, 2 de agosto de 2004.

RRP CONSULTORIA E PROJETOS S.S. LTDA. *Laudo de Avaliação Econômico-Financeira Omega Corretora de Seguros Ltda.*, 17 de abril de 2013.

SIGMA Nº2/2004. *Commercial insurance and reinsurance brokerage – love thy middleman*. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting.

SIGMA Nº3/2012. *World Insurance in 2011, Non-life Ready for Take-off*. Swiss Reinsurance Company Ltd. Economic Research & Consulting.

SINDSEGSP (Sindicato das Seguradoras, Previdência e Capitalização). *Metade dos corretores de seguros tem interesse em fusões*. <<http://www.sindsegs.org.br/site/noticia-texto.aspx?id=9519>>

TIROLE, J. *The Theory of Industrial Organization*. The MIT Press, 1988.

TUDO SOBRE SEGUROS. *Fatos e indicadores do mercado*. <<http://www.tudosobreseguros.org.br/sws/portal/pagina.php?l=267>>