

**O IMPACTO DO WORKING CAPITAL NA AVALIAÇÃO DE  
DESEMPENHO DA EMPRESA NA INDÚSTRIA  
FARMACÊUTICA**

Sandra Cristina Estêvão Madeira

Projeto submetido como requisito parcial para obtenção do grau de Mestre em  
Gestão

Orientador:  
Prof<sup>ª</sup>. Doutora Ana Maria Simões da Costa Ferreira, Prof. Auxiliar, ISCTE Business School -  
IUL,  
Departamento de Contabilidade

Setembro 2017

O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

*“Yes, we can”*

Barack Obama

# O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

## Agradecimentos

Quero agradecer ao meu marido Carlos por me ter motivado a continuar com este projeto e pelo apoio e paciência nos últimos meses.

Agradeço igualmente à minha orientadora a Professora Ana Maria Simões, do ISCTE-IUL por me ter ajudado a organizar as ideias, pelos conhecimentos transmitidos e sobretudo pela disponibilidade desde a primeira hora.

Não podia deixar de enviar uma palavra de agradecimento aos meus colegas da indústria farmacêutica pela partilha de conhecimentos, as conversas que tivemos ao longo dos últimos meses foram vitais para conseguir uma correta caracterização da indústria.

Por fim um obrigada à minha turma do EMBA que levou à letra “Sozinhos vamos mais rápido mas Juntos vamos mais longe” e que me motivou a ingressar neste mestrado.

# O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

## Resumo

A indústria farmacêutica foi, a par de outras indústrias, afetada pelas medidas de controlo orçamental impostas pela Troika. As já de si elevadas dívidas dos hospitais públicos mantiveram-se e em alguns casos aumentaram, a pressão em baixar os preços dos medicamentos, mesmo dos medicamentos inovadores aumentou igualmente e foram criados impostos específicos que incidem sobre as vendas do setor.

O estudo do caso pretendeu relacionar uma temática com crescente importância: o impacto do *working capital* na criação de valor económico por parte das empresas e dos seus segmentos de negócio, em particular quando parte desse *working capital* não é diretamente gerido pelos seus responsáveis, como é o caso das dívidas a receber dos hospitais públicos em Portugal. Como objeto de estudo, foi utilizada uma empresa da indústria farmacêutica que se dedica quase em exclusividade à comercialização de medicamentos inovadores de uso exclusivo em ambiente hospitalar.

Para suportar o estudo do caso, procedeu-se à revisão de literatura nas áreas do controlo de gestão mais concretamente nos indicadores que permitem avaliar o desempenho económico de centros de investimento e nas vantagens e limitações de cada um deles. Os estudos efetuados sobre *working capital* e o seu impacto na rentabilidade da empresa foram igualmente incluídos na revisão de literatura pela sua relevância para o tema da tese.

O estudo permitiu demonstrar como uma empresa ou segmento de negócio pode transitar de uma situação de criação para destruição de valor económico devido a fatores exógenos que afetam o *working capital*.

**Palavras-chave:** Criação de valor, custo de capital, *working capital*, indústria farmacêutica.

### **JEL Classification System:**

I10 – Health, Education, and Welfare: Health: General.

M10 - Business Administration: General.

# O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

## Abstract

The pharmaceutical industry was, along with other industries, affected by the budget control measures imposed by the Troika. The already high debts of the public hospitals were maintained and in some cases increased, also increased the pressure to lower the prices of medicines, even the innovative ones and specific taxes over the sales industry have been created.

The case study aimed to relate a topic with increasing importance in some sectors, the impact of working capital on the creation of economic value by companies and segments. This is especially relevant when part of this working capital is not directly managed by the company responsible such as accounts receivables from public hospitals in Portugal. To perform this study, was chosen a company of the pharmaceutical industry almost exclusively dedicated to the commercialization of innovative medicines for use in a hospital environment.

In order to support the case study, a literature review was carried out in the areas of management control, more specifically in the indicators that allows to evaluate the economic performance of investment centers and the advantages and limitations of each one of them. The literature review also included the working capital topic and their impact on the company profitability due to their relevance to the topic of the thesis.

The study demonstrate how a company or segment can move from a situation where is creating economic value to the opposite, this is, destruction of value, due to exogenous factors that affect working capital.

**Key-words:** Economic value created, capital cost, working capital, pharmaceutical industry.

### **JEL Classification System:**

I10 – Health, Education, and Welfare: Health: General.

M10 - Business Administration: General.

# O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

## Índice Geral

Índice de Figuras .....	VII
Índice de Quadros.....	VIII
Lista de Abreviaturas .....	IX
I. Introdução .....	1
I.1. Tema e relevância.....	1
I.2. Objetivos.....	4
I.3. Aspetos metodológicos .....	5
I.4. Estrutura.....	6
II. Enquadramento Teórico .....	7
II.1. Centros de responsabilidade e modelos de apuramento de resultados .....	7
II.2. Ativo Económico.....	9
II.3. Necessidade em Fundo de Maneio - <i>Working Capital</i> .....	9
II.4. Custo do Capital .....	10
II.5. Indicadores de Desempenho Financeiro por Segmentos .....	11
II.6. Avaliação de Desempenho condicionada por nível de <i>Working Capital</i> .....	16
III. Estudo do Caso .....	19
III.1. Indústria Farmacêutica em Portugal .....	19
III.2. A Empresa.....	25
III.2.1. Caracterização da Empresa e da sua envolve externa .....	25
III.2.2. Operação da Empresa em Portugal.....	29
III.2.3. Análise do desempenho económico da empresa em Portugal.....	38
III.2.4. Conclusões sobre o caso .....	47
IV. Conclusões, limitações e oportunidades de investigação futura .....	49
IV.1. Conclusões e contributos.....	49
IV.2. Limitações .....	50
IV.3. Oportunidades de investigação futura .....	51
Bibliografia.....	52
Anexo .....	53

## Índice de Figuras

Figura 1 – Utilização de um indicador em percentagem versus em valor absoluto.....	15
Figura 2 – Dados relativos à dívida dos hospitais públicos e PMR para 2010 a 2015 .....	22
Figura 3 – Gráfico da dívida dos hospitais públicos e PMR para 2010 a 2015 .....	23

## Índice de Quadros

Quadro 1 – Distribuição das vendas em 2016 por produto .....	25
Quadro 2 – Comparação entre 2016 e 2015 de algumas das rubricas das DF's .....	26
Quadro 3 – Prazo médio de recebimentos e custo do factoring para o período em análise....	31
Quadro 4 – Encargos do SNS com medicamentos para o período em análise.....	32
Quadro 5 – Duração média dos inventários para o período em análise .....	32
Quadro 6 – Cálculo do Ativo Económico e do <i>Working Capital</i> reais .....	33
Quadro 7 – Ciclo de Exploração para o período em análise .....	34
Quadro 8 – Cálculo do Ativo Económico e do <i>Working Capital</i> teóricos.....	34
Quadro 9 – Variação entre o Ciclo de Exploração real e o Ciclo de Exploração teórico .....	35
Quadro 10 – Cálculo da Taxa de juro implícita .....	35
Quadro 11 – Cálculo da estrutura de capital .....	36
Quadro 12 – Cálculo do Custo médio do capital ponderado.....	37
Quadro 13 – Resultado Líquido da empresa .....	38
Quadro 14 – Rendibilidade do Capital Próprio.....	39
Quadro 15 – Resultado Líquido e Rendibilidade do Capital Próprio reexpressos.....	39
Quadro 16 – Rendibilidade Económica e sua decomposição através do Modelo Dupont.....	40
Quadro 17 – Rendibilidade Económica e sua decomposição através do Modelo Dupont com ativo económico teórico .....	40
Quadro 18 – Cálculo do ROI.....	41
Quadro 19 – Cálculo do ROI com o ativo económico teórico .....	41
Quadro 20 – Cálculo da MCR.....	42
Quadro 21 - Cálculo da MCR com o ativo económico teórico.....	43
Quadro 22 - Cálculo do EVA .....	44
Quadro 23 – Cálculo do EVA com o ativo económico teórico.....	44
Quadro 24 – Cálculo dos indicadores de desempenho mantendo o ativo económico e expurgando dos gastos a Contribuição da Indústria Farmacêutica .....	45
Quadro 25 – Análise SWOT .....	48



## Lista de Abreviaturas

AIM	Autorização de Introdução no Mercado
BMS	Bristol-Myers Squibb
CAPM	Capital Asset Pricing Model
EVA	Economic Value Added
I&D	Investigação e Desenvolvimento
IASB	International Accounting Standards Board
IVA	Imposto sobre o Valor Acrescentado
MC	Margem de Contribuição
MCR	Margem de Contribuição Residual
NFM	Necessidades de Fundo de Maneio
PMR	Prazo Médio de Recebimentos
PVA	Preço de Venda ao Armazenista
PVP	Preço de Venda ao Público
ROI	Return On Investment
SNS	Sistema Nacional de Saúde
SPMS	Serviços Partilhados do Ministério da Saúde
SWOT	Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## I. Introdução

### I.1. Tema e relevância

A indústria farmacêutica em Portugal tem passado na última década por várias reestruturações nomeadamente no que se refere aos preços dos medicamentos e ao impulsionamento do uso dos medicamentos genéricos. Estas medidas vieram, no geral, diminuir os preços e as margens de comercialização colocando alguns desafios aos *players* do setor:

- As empresas farmacêuticas que tiveram que adaptar, em alguns casos, a sua estrutura para se tornarem mais competitivas, e mudar a forma de venda passando algumas delas a disponibilizar os seus produtos diretamente às farmácias;
- As farmácias viram-se obrigadas a repensar a forma como geriam o negócio uma vez que com preços e margens menores os seus resultados deterioraram-se. Nos últimos anos, foram muitas as farmácias que abriram insolvência e que tiveram de recorrer a processos especiais de revitalização para não fechar portas. Assistiu-se ainda ao aparecimento de grupos de farmácias que buscam sobretudo centralizar o processo da compra e assim ganhar poder negocial e melhores condições como sendo descontos adicionais e melhores prazos de pagamento;
- Os armazenistas por seu turno perderam negócio uma vez que algumas das farmacêuticas vendem agora diretamente às farmácias. Com a redução do negócio e a dificuldade das farmácias em pagar as suas dívidas alguns acabaram por abrir falência como foi o caso da Cofanor, importante armazenista da zona norte, e o grupo WOP nos Açores.

Com a crise económica vivida em Portugal nos últimos anos muito se falou de financiamento e necessidade das empresas terem acesso a formas de financiarem a sua atividade. A questão do financiamento surge muitas vezes associada aos valores de *working capital* necessários para garantir a operação diária das empresas. A crise agudizou, para muitas empresas do setor farmacêutico, essa necessidade de financiamento nomeadamente devido à degradação dos prazos médios de recebimentos.

O principal cliente da indústria farmacêutica é o Sistema Nacional de Saúde (direta ou indiretamente), principalmente quando os produtos são medicamentos de uso exclusivo em ambiente hospitalar. Quando assim é, os medicamentos são vendidos diretamente aos hospitais públicos que praticam prazos de pagamento de perto de um ano independentemente do prazo

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

fixado em contrato e da indicação por parte do hospital no número de cabimento orçamental aquando da venda. Isto não invalida que estas empresas tenham a obrigatoriedade de garantir o fornecimento atempado das encomendas para evitar penalidades contratuais ou mesmo suspensão no reembolso de medicamentos.

Nesse sentido, pode falar-se de fatores externos e internos que condicionam os valores de *working capital* neste setor de atividade. Do lado dos fatores externos identificam-se desde já (i) a situação económica em Portugal e pressão para controlar os gastos com a saúde, (ii) os prazos médios de recebimentos e (iii) a obrigatoriedade de manter *stocks* sempre disponíveis. Estes fatores podem ser mais ou menos impactantes consoante estejamos perante uma empresa que venda os seus produtos apenas a armazenistas, a armazenistas e farmácias ou mesmo apenas a hospitais.

Em relação aos fatores internos pode referir-se por exemplo a capacidade da empresa de garantir o abastecimento do mercado com níveis de *stock* de segurança mais reduzidos. Por vezes, dada a regulamentação do setor, estas empresas são obrigadas a efetuar as encomendas dos seus produtos com meses de antecedência, à medida que as previsões de vendas vão sendo alteradas já não há por vezes a capacidade de cancelar essas mesmas encomendas. Se tivermos em consideração que estamos a falar de produtos com prazos de validade que podem, em alguns casos, ser reduzidos esta é uma questão duplamente importante pois condiciona numa primeira fase os níveis de *working capital* necessários e numa segunda fase se os produtos não forem vendidos e tiverem de ser abatidos tem igualmente impacto na margem de contribuição direta.

Quem começa a conhecer a indústria apercebe-se assim que são vários os fatores críticos de sucesso das empresas farmacêuticas que operam no setor:

- No caso das empresas originadoras, que competem por diferenciação, o importante é o desenvolvimento de medicamentos inovadores e diferenciadores para as doenças que mais atingem a sociedade. O desenvolvimento dessas moléculas é dispendioso e portanto as patologias que apresentam maior número de pacientes acabam por ter mais mercado e de oferecer uma maior possibilidade de recuperação do investimento efetuado.
- Igualmente é vital para estas empresas serem a primeira a desenvolver a combinação certa que apresenta os melhores resultados nos ensaios clínicos e registar a patente. Esta

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

vantagem competitiva permite chegar em primeiro lugar à comunidade médica e aumenta o poder negocial junto dos reguladores nomeadamente no que toca ao preço. Quando tal não acontece as empresas começam a competir igualmente por preço já que o medicamento não é mais o único no mercado, pela qualidade do serviço associado à venda do medicamento e claro pela capacidade de divulgação científica das propriedades terapêuticas dos produtos.

- Por seu turno as empresas de genéricos concorrem apenas por preço e pela qualidade do serviço associado à venda. Dada a forma como os preços são fixados para estes produtos é importante para estas empresas serem as primeiras a lançar o medicamento genérico assim que o original perde a patente. Quanto mais tempo a empresa for a única a comercializar o medicamento maior será a rentabilidade conseguida uma vez que o preço máximo do medicamento genérico tem que ser 50% do medicamento original e o preço do segundo genérico a entrar no mercado terá que corresponder a 50% do primeiro genérico.

Comum entre as empresas originadoras e as empresas de genéricos é a apresentação de valores de *working capital* superiores a outros setores de atividade e a incapacidade dos seus responsáveis em gerir alguns dos seus componentes já que são condicionantes de um mercado regulado ou ineficiências do Sistema Nacional de Saúde. Assim, torna-se relevante saber como é que o *working capital* afeta a performance destas empresas nomeadamente quanto ao valor económico criado para os acionistas?

## **I.2. Objetivos**

O caso tem como objetivo principal determinar o impacto do *working capital* na performance económica e financeira de uma empresa do setor farmacêutico em Portugal.

Pretende-se igualmente analisar quais as componentes do *working capital* que não resultam de decisões dos gestores da empresa mas sim de um conjunto de fatores externos nos quais se incluem aspetos politico-legais e económicos.

Por último, tentar-se-á também demonstrar o impacto que alterações legais e económicas poderão ter na criação de valor das empresas e segmentos quando as restantes variáveis não podem ser utilizadas pelos gestores para compensar essas alterações.

### I.3. Aspetos metodológicos

A metodologia de investigação adotada será de natureza qualitativa pois o trabalho será efetuado através do método de estudo do caso. Para isso, foi selecionada uma empresa do setor farmacêutico a operar em Portugal e solicitada a autorização para utilização dos relatórios de contas preparados pela mesma para os anos de 2011 a 2016, uma vez tratar-se de informação de carácter público.

A empresa analisada, a Bristol-Myers Squibb, dedica-se à comercialização de medicamentos de carácter inovador e de utilização exclusiva em ambiente hospitalar o que faz dos hospitais públicos das principais capitais de distrito os seus maiores clientes e justifica o seu interesse para o estudo do caso.

Para recolha da informação, foram realizadas entrevistas informais aos colaboradores da empresa quer sobre o tema quer sobre a realidade atual do setor em Portugal. As entrevistas ocorreram entre outubro de 2016 e junho de 2017 a colaboradores dos departamentos de acesso a mercado, direção técnica e responsáveis pela divulgação dos medicamentos junto da classe médica.

Por fim, recorreu-se à observação direta da operação da empresa e à consulta de documentação disponível relativa ao setor na página da internet do Infarmed (regulador da indústria) e da Apifarma (associação empresarial da indústria), nomeadamente:

- Relatórios e Contas para os anos de 2011 a 2016;
- Código dos Contratos Públicos;
- Os estudos “Indústria Farmacêutica em números”, “Despesa em Saúde e Medicamentos” e “Financiamento Público dos Medicamentos em Portugal” publicados pela Apifarma;
- Secção da página do Infarmed que aborda a avaliação económica dos medicamentos e a atribuição dos preços.

#### **I.4. Estrutura**

O caso será estruturado em quatro secções.

Na primeira pretende-se explicar o tema e a sua relevância científica, indicar os objetivos principais que pretendem ser atingidos e a metodologia de investigação que será seguida.

A segunda secção apresenta o enquadramento teórico do caso nomeadamente a caracterização dos vários tipos de segmentos existentes, a problemática da distribuição dos custos fixos pelos vários segmentos e os vários indicadores de desempenho utilizados ao longo das últimas décadas para avaliar os resultados económicos desses segmentos apresentando as vantagens e as fragilidades de cada um deles. Finalmente serão referidos alguns dos estudos efetuados que relacionam a performance com os valores de *working capital* e com cada um dos seus componentes.

Na terceira é apresentado o caso de estudo dividido da seguinte forma: descrição do setor em termos de fixação de preços, condicionantes aos níveis de inventários necessários, prazos médios de recebimentos e impostos específicos do setor. Seguidamente caracteriza-se detalhadamente a empresa utilizada para o caso e o seu posicionamento no setor. Por fim, é feita a análise económica com recurso a vários indicadores procurando evidenciar o impacto que o *working capital* tem nos resultados calculados.

Na última secção serão retiradas as conclusões do caso, enumeradas as limitações e as oportunidades de investigação futuras.

## II. Enquadramento Teórico

### II.1. Centros de responsabilidade e modelos de apuramento de resultados

A criação da contabilidade de custos e do controlo de gestão data dos finais do século XIX. De acordo com Kaplan (1984), a contabilidade de gestão surgiu para dar suporte ao crescimento de grandes empresas nos sectores da produção, transportes e distribuição. O sistema encontrado era baseado no método contabilístico das partidas dobradas da contabilidade e permitia obter informação como o custo dos produtos acabados e controlar as matérias-primas consumidas. Nesta fase, o foco estava exclusivamente nos custos diretos. O custo do capital e a alocação dos custos fixos não era objeto de análise nem suscitavam grande interesse.

No início do século XX o aparecimento de estruturas empresariais mais verticais que concentravam multiactividades de produção e distribuição levou à necessidade de criação dos organigramas de empresas e departamento, usados até aos nossos dias. Como refere Kaplan (1984) assistiu-se à descentralização por departamentos – produção, vendas, financeiro e compras. Os responsáveis de cada um destes departamentos tornaram-se especialistas na sua área procurando tornar o seu departamento o mais eficiente possível e assim contribuir para a eficiência da empresa como um todo.

Neste sentido importa clarificar que os centros de responsabilidade podem classificar-se de acordo com a responsabilidade que é delegada e descentralizada aos gestores, como explica Jordan *et al.* (2015), assim sendo podem ser:

- Centros de custo: se os seus decisores só podem decidir quanto à utilização de recursos;
- Centros de resultados: neste caso os responsáveis do departamento têm sobre a sua esfera de ação meios que permitem gerar rendimentos, para além dos gastos;
- Centros de investimento: para além dos gastos e rendimentos os gestores são igualmente responsáveis por decisões que determinam o nível de investimentos, ou seja, ativos e/ou passivos.

Para apurar o resultado de cada um centro de responsabilidade é necessário ponderar o modelo a adotar na alocação de custos e resultados. Tradicionalmente o enfoque era distribuir os vários custos fixos pelos produtos por forma a obter o custo total do produto. Com o aumento de



## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

importância do mercado, enquanto segmento de geração de valor, a tónica passou a estar na contribuição de cada mercado para o valor gerado pela organização.

O apuramento dos resultados por centro de responsabilidade pode ser elaborado à luz de um de dois modelos (Jordan *et al.*, 2015):

- **Modelo da Absorção:** este método é igualmente conhecido como custeio total pois todos os custos indiretos são imputados aos segmentos de análise utilizando chaves de imputação. Este modelo é alvo de inúmeras críticas entre as quais distorcer os resultados dos segmentos e impedir a responsabilização dos gestores pelos resultados do seu segmento já que lhes é imputado valor pelo qual não são responsáveis.
- **Modelo da Contribuição:** aplicando este modelo apenas são considerados no apuramento de resultados os rendimentos e gastos originados no centro de responsabilidade. É aceite que nem todos os centros de custo contribuem para a produção de um produto ou para a prestação de um serviço e assim sendo os seus gastos não devem ser imputados aos restantes centros de responsabilidade e influenciar o preço do produto / serviço ou o desempenho desses centros uma vez que o preço obedece às leis de mercado e nem sempre pode ser revisto para acomodar os custos indiretos (Rodrigues e Simões, 2012)

Este modelo é considerado como sendo mais apropriado, como explica Rodrigues e Simões (2012), por permitir avaliar mais corretamente o desempenho dos centros de responsabilidade e determinar o valor dos gastos comuns que o resultado dos mesmos tem de cobrir para não colocar em causa o funcionamento e a operacionalidade da empresa.

Contudo como esclarecem Jordan *et al.* (2015), para a tomada de decisão do modelo a utilizar é importante avaliar:

- A empresa em si, ou seja, dimensão, as atividades que desenvolve, a indústria em que opera, produtos e serviços que disponibiliza no mercado e respetivos recursos;
- A informação que os gestores necessitam de ter acesso para tomar decisões;
- Os segmentos que impactam o apuramento dos resultados e estão dependentes da estratégia e decisão dos gestores.

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Para que seja possível avaliar o desempenho de um centro de investimento é necessário introduzir três conceitos adicionais: o conceito de ativo económico, de fundo de maneio e custo do capital.

### II.2. Ativo Económico

Este conceito é desagregado por Jordan *et al.* (2015) em duas parcelas: os investimentos médios em ativos fixos e o *working capital* (necessidades em fundo de maneio) necessário e representa o capital necessário para a exploração de um determinado negócio (Rodrigues e Simões, 2012). O seu valor está condicionado pela indústria em que a empresa opera uma vez que cada indústria apresenta características próprias que impactam os valores dos investimentos médios e *working capital*.

### II.3. Necessidade em Fundo de Maneio - *Working Capital*

O conceito *working capital* agrega vários elementos relevantes para o desenvolvimento da tese. Para Şamiloğlu e Akgün (2016), o termo *working capital* traduz o valor necessário para as empresas operarem no seu dia-a-dia, a sua composição inclui contas a receber, inventários, contas a pagar e um montante de depósitos à ordem mínimo para a atividade.

Como refere Rodrigues e Simões (2012) o seu valor depende de tipo de negócio e da performance dos gestores na gestão das diferentes atividades que têm a seu cargo. Em Jordan *et al.* (2011) os principais componentes do *working capital* são explicados mais em profundidade:

**As contas a receber** por exemplo estão relacionadas com a política de crédito do centro ou empresa, a concessão de um prazo de pagamento mais alargado aos clientes tende a ter um impacto favorável nas vendas no entanto causará um aumento nos valores de *working capital* necessários para garantir a atividade da empresa.

Dependendo do setor de atividade e da forma como o negócio está organizado **os inventários** podem constituir para as empresas que vendem produtos, uma parte importante do seu ativo pois sem estes não há vendas. Desta forma é vital determinar corretamente o nível de *stock* de segurança para reduzir o grau de incerteza de abastecimento do mercado como explica Crespo de Carvalho (2012).

**As contas a pagar** dizem respeito às dívidas a fornecedores e outras dívidas a pagar que o centro possa contrair, são por definição uma forma de financiamento não remunerado por parte

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

da empresa, no entanto podem também elas traduzir um custo pois por vezes os fornecedores concedem descontos de pronto pagamento.

Por último o conceito de *working capital* inclui ainda um montante de tesouraria mínima necessário para o dia-a-dia da operação do centro de investimento. Os depósitos à ordem em excesso não são considerados *working capital* como esclareceu Şamiloğlu e Akgün (2016).

### II.4. Custo do Capital

Um conceito igualmente importante a ter em consideração para o cálculo da rentabilidade é o custo do capital.

Para garantir a atividade as empresas necessitam de se financiar e podem fazê-lo de duas formas: através de capitais próprios, ou seja, através dos seus acionistas e através de capitais alheios (Rodrigues e Simões, 2012). Como se pode ler em Gomes Mota *et al.* (2012), o facto de um valor não ser consumido hoje mas no futuro tem um custo / rendimento associado pois quem empresta está à espera de uma remuneração por adiar esse consumo. De igual forma os acionistas têm uma expectativa de rentabilidade por optarem por um investimento ao invés de outro alternativo e aceitarem o nível de risco associado a esse investimento.

O mais comum é uma empresa financiar-se através de capitais próprios e capitais alheios, assim sendo é necessário determinar a taxa média de remuneração dos capitais investidos - o custo médio ponderado do capital (WACC – *Weight Average Cost of Capital*):

$$\text{WACC} = r_E \times \frac{E}{E+D} + r_D \times \frac{D}{E+D} \times (1 - t) \quad (1)$$

Em que:

t – taxa de imposto do período

$r_D$  – custo da dívida

$r_E$  – custo dos capitais próprios

D – dívida financeira

E – capitais próprios

Clarificando um pouco melhor cada uma das parcelas que compõe o WACC. Como esclarece Gomes Mota *et al.* (2012):

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

- O custo dos capitais próprios ( $r_E$ ) é calculado utilizando o modelo CAPM (*capital asset pricing model*) que agrega a taxa de remuneração de um ativo sem risco (como as obrigações do tesouro) acrescido de um prémio de risco que o acionista exige por investir num projeto com risco. O prémio de risco está associado à empresa, setor de atividade e nível de endividamento.
- Para o cálculo do custo da dívida ( $r_D$ ) devem considerar-se todos os elementos que representem reembolsos futuros.
- Como decorre da fórmula de cálculo o custo dos capitais próprios e dos capitais alheios é ponderado da respetiva proporção na estrutura do capital.
- A taxa de imposto do período necessita de ser adicionada ao cálculo pois os juros pagos pelo financiamento através de capitais alheios resultam numa poupança fiscal uma vez que são dedutíveis no apuramento do imposto sobre os resultados.

Por último importa esclarecer que o aumento do peso dos capitais alheios na estrutura do capital poderá implicar a alteração da classificação de risco da empresa e aumentar a taxa de remuneração exigida ou até o encerramento de linhas de crédito.

Para a aplicação do custo médio ponderado do capital à avaliação económica de segmentos o cálculo não deve ter em conta a economia fiscal pois o imposto não é considerado ao nível do segmento. Assim sendo a fórmula de cálculo deve ser:

$$\text{WACC (antes de imposto)} = r_E \times \frac{E}{E+D} + r_D \times \frac{D}{E+D} \quad (2)$$

### II.5. Indicadores de Desempenho Financeiro por Segmentos

Ao longo dos anos foram sendo desenvolvidos vários indicadores de desempenho como forma de resposta à evolução dos mercados, estruturas empresariais, meios de financiamento, esquemas de avaliação de desempenho dos gestores, da tecnologia e claro das sociedades em si.

Os indicadores mais utilizados são o resultado contabilístico, o ROI - *Return on Investment*, MCR – Margem de Contribuição Residual e o EVA – *Economic Value Added*. Nos próximos parágrafos procurar-se-á explicar a forma de cálculo de cada um destes indicadores e explanar sobre as vantagens e desvantagens da sua utilização.

### - Resultado Contabilístico

Calcula-se deduzindo ao volume de negócios os custos diretos e indiretos, imputados através do método de absorção e ainda os custos de financiamento e os impostos sobre os lucros. Como explica Kaplan (1984) este indicador não é o mais adequado por falhar na medição do retorno do capital investido no segmento. No caso da sua utilização para a avaliação de centros de responsabilidade este indicador apresenta ainda uma limitação adicional. Como Jordan *et al.* (2015) relembra este resultado é obtido utilizando o método de absorção logo as críticas mencionadas a este modelo são igualmente aplicadas ao indicador.

### - ROI – *Return on Investment*

Como explica Kaplan (1984) este indicador foi criado no início no século XX para responder à necessidade de medição do retorno do capital investido. O rácio funciona como uma taxa de rentabilidade que compara os resultados do segmento com o capital investido.

$$ROI = \frac{\text{Resultado Gerado pelo Segmento}}{\text{Capitais Investidos no Segmento}} \quad (3)$$

Quando aplicado à análise da performance financeira de centros de responsabilidade, Dean (1987) indica os méritos deste indicador:

- Permite comparar a rentabilidade de diferentes segmentos e empresas;
- Quando desagregado evidencia o porquê do ROI obtido ser diferente do estimado no orçamento.

Este indicador não se encontra no entanto ausente de críticas:

- Segundo Dean (1987) ao utilizarem o ROI as empresas estão a projetar os objetivos de lucros futuros baseados na performance obtida no passado e a formalizar esse erro nos orçamentos;
- Kaplan (1984) explica ainda que com o tempo houve outros mecanismos que os gestores aprenderam a utilizar para manipular o ROI, nomeadamente:
  - (i) a contabilidade permite o diferimento de rendimentos e custos mediante a aplicação de algumas regras logo é possível linearizar o ROI ao longo do tempo;

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

- (ii) durante algumas décadas, os gestores de topo procuraram através de transações financeiras obter resultados o que levou por exemplo os gestores dos segmentos a efetuarem locações financeiras e não registarem as mesmas nos ativos;
- (iii) a elevada preocupação em obter resultados no curto-prazo conduz a decisões como a redução de investimento em despesas de promoção, distribuição, melhoria da qualidade entre outras. Esta redução conduz ao aumento do ROI no curto prazo mas pode comprometer o futuro do segmento e da empresa. Esta medida é uma consequência direta das regras normativas da contabilidade que indicam que este tipo de despesa devem ser contabilizadas no período em que ocorrem e não devem ser capitalizadas e reconhecidas ao longo de um período de tempo.

Como refere Kaplan (1984), as questões referidas não comprometeram contudo a utilização do ROI no início do século XX pois não representariam qualquer desafio já que os gestores não estariam tão pressionados para a obtenção de resultados no curto-prazo uma vez que todo o ciclo de promoção dos gestores e gestão de carreira (nomeadamente mudança de emprego) obedecia a um horizonte temporal mais longo que no final do século.

### - MCR – Margem de Contribuição Residual

O indicador é igualmente conhecido como resultado residual, e calcula-se deduzindo à margem de contribuição direta o custo financeiro do ativo económico. Se o resultado for negativo significa que o segmento / empresa não gerou qualquer valor económico e vice-versa (Jordan *et al.*, 2015).

$$MCR = MCD - AE * WACC \text{ (antes de imposto)} \quad (4)$$

A MCR apresenta algumas vantagens como sendo (i) ao apresentar um valor absoluto permite avaliar o valor criado em cada centro de investimento, (ii) uma vez que devolve valores positivos e negativos ajusta-se ao objetivo de cada centro de investimento, (iii) evita a comparabilidade entre os segmentos e (iv) ao permitir a utilização de uma taxa de custo de capital diferenciada, de acordo com o investimento, facilita a criação de critérios de diferenciação entre os centros de acordo com o risco que apresentam, a localização geográfica, o ativo económico que necessitam, entre outras características.

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Contrariamente ao cálculo do EVA®, como se explica no ponto seguinte, o cálculo da MCR é efetuado utilizando o resultado contabilístico por este refletir os princípios geralmente aceites (Jordan *et al.*, 2011).

### - EVA® – *Economic Value Added*

O indicador traduz o valor adicionado ou destruído após remunerar todos os fatores que para ele contribuem e estão relacionados e deduzidos os impostos sobre os resultados (Rodrigues e Simões, 2012).

Como refere Jordan *et al.* (2015), o indicador representa a remuneração que excede o custo de capital ponderado do investimento da empresa / segmento. A principal diferença entre o EVA® e a margem de contribuição residual está na consideração do imposto sobre o rendimento, assim sendo a margem de contribuição residual mede a contribuição do segmento independentemente da situação tributária do mercado em que a empresa opera, enquanto o EVA® determina o valor para o acionista.

A fórmula de cálculo do EVA® é a seguinte:

$$EVA^{\circledast} = Margem\ de\ contribuição\ residual - Imposto\ sobre\ o\ rendimento \quad (5)$$

Segundo Desai e Ferri (2006), a diferença entre o EVA® e o resultado contabilístico está na incorporação da remuneração de ambas as formas de financiamento – dívida e capitais próprios. Para os autores, uma das vantagens imediatas é permitir aos gestores concentrarem-se em investimentos e aplicações que remunerem igualmente o acionista e assim promover uma alocação mais eficiente do capital.

Este indicador trás contudo desafios para a empresa ao nível da informação necessária para o seu cálculo. Como explicam os autores, a informação para o cálculo do EVA® da empresa é retirada das demonstrações financeiras, no entanto estas obedecem a regras contabilísticas distintas dos procedimentos base de cálculo deste indicador. A título de exemplo, os valores para o cálculo do EVA® devem estar expressos ao valor de mercado, e conceitos como os contratos de locação operacional não são reconhecidos como investimento na contabilidade devem ser incluídos como capital investido pela empresa / segmento. Igualmente para o cálculo

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

do EVA® devem ser capitalizadas algumas das despesas relacionadas com I&D que à luz das regras contabilísticas foram classificadas como gasto no decorrer do exercício.

Os ajustamentos extra-contabilísticos necessários ao cálculo do indicador traduzem uma fraqueza para a sua utilização. Este ponto tem vindo contudo a ser diluído nos últimos anos com a adoção das normas internacionais de contabilidade por um número crescente de empresas e pela aproximação dos sistemas nacionais de contabilidade às normas da IASB.

Jordan *et al.* (2015) procurou resumir no quadro abaixo as vantagens e desvantagens da utilização de um indicador que traduza uma taxa e um valor absoluto.

**Figura 1 – Utilização de um indicador em percentagem versus em valor absoluto**

Vantagens	
Taxa de Rentabilidade (ROI)	Valor Absoluto (MCR / EVA)
<ul style="list-style-type: none"><li>- Único número reflete a situação do centro.</li><li>- Grau de realização de lucros face ao investimento.</li><li>- Compara centros com rapidez e facilidade.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Expressa a contribuição de cada centro para a criação de valor.</li><li>- Evita comparabilidades relativas.</li><li>- Permite maior objetividade nos sistemas de incentivos.</li><li>- Possibilita orientar as decisões dos responsáveis em termos de criação de valor, pela utilização de diferentes taxas de custo de capital, tendo em consideração a estratégia e o risco.</li><li>- Melhora a convergência dos objectivos locais e centrais.</li><li>- Define remuneração dos ativos económicos de cada centro.</li><li>- Reflete uma imagem apropriada do valor mesmo com ativos económicos negativos.</li></ul>

Fonte: Jordan *et al.* (2015)



Desvantagens	
Taxa de Rentabilidade (ROI)	Valor Absoluto (MCR / EVA)
<ul style="list-style-type: none"><li>- O valor relativo não é adequado para o nível de centros.</li><li>- Esquece valores absolutos ou margens de contribuição.</li><li>- Põe em causa a convergência de objectivos.</li><li>- Pode levar a decisões contrárias ao interesse da empresa.</li><li>- Pode gerar conflitos entre os vários centros.</li><li>- Não é aplicável quando o ativo económico for negativo.</li></ul>	<ul style="list-style-type: none"><li>- Limita a comparabilidade de resultados.</li></ul>

Fonte: Jordan *et al.* (2015)

## II.6. Avaliação de Desempenho condicionada por nível de *Working Capital*

Ao longo dos anos foram vários os autores que analisaram possíveis correlações entre os valores das rúbricas que compõe o *working capital* e o desempenho da empresa ou dos centros de responsabilidade.

Para Şamiloğlu e Akgün (2016) a gestão do *working capital* é vital na gestão financeira e pode afetar não só a liquidez com a rentabilidade das empresas. No seu estudo os autores analisaram uma amostra de empresas turcas que operam na indústria manufatora procurando estabelecer uma relação entre o *working capital* e a rentabilidade das mesmas. As conclusões a que chegaram foram:

- Forte relação negativa entre o prazo médio de recebimentos e os rácios rentabilidade dos ativos, rentabilidade dos capitais próprios e rentabilidade líquida das vendas;
- Forte relação negativa entre o prazo médio de pagamentos e a rentabilidade líquida das vendas;
- Fraca relação entre a rotação de inventários e a rentabilidade líquida as vendas.

O estudo sugere assim que os gestores podem acrescentar valor para as organizações reduzindo o prazo médio de recebimentos.

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Também Deloof (2003), no seu estudo analisou a relação entre a rentabilidade e a gestão do *working capital* para uma amostra de 1.009 empresas belgas no período entre 1992 e 1996. Os resultados que obteve indicam:

- Relação negativa entre a rentabilidade e o prazo médio de recebimentos, prazo médio de pagamentos e rotação de inventários.
- O estudo sugere igualmente que as empresas menos lucrativas apresentam um prazo médio de pagamentos mais elevado pois esperam mais tempo para pagar as suas dívidas.

O autor concluiu que um investimento elevado em *working capital* tem um impacto negativo para a rentabilidade das empresas e assim os resultados sugerem que os gestores podem melhorar os resultados diminuindo o prazo médio de recebimentos e os inventários para mínimos razoáveis para o negócio.

Igualmente Kieschnich *et al.* (2006) escreveram sobre este tema. Inicialmente os autores procuraram confirmar os estudos que davam o investimento em *working capital* como excessivo para a maioria das empresas americanas. Tomando como base uma amostra de dados de empresas americanas para um período compreendido entre 1990 e 2004, eles concluíram que, de facto, o aumento do investimento em *working capital* estaria associado a uma redução do valor da empresa, ou seja o mercado reconhece que esse sobre investimento e penaliza as empresas por isso. Após terem chegado a essa conclusão procuraram analisar os fatores que influenciam a gestão do *working capital*. Para isso os autores formularam várias regressões estatísticas onde listaram alguns fatores e forma testemunhar a relação dos mesmos com o investimento em *working capital*. Entre os quais encontram-se:

- As práticas da indústria em que a empresa se insere - é normal por exemplo que uma empresa que desenvolve *software* apresente um investimento em *working capital* distinto de uma empresa de retalho;
- A dimensão das empresas poderia ter um impacto na negociação de condições de pagamento mais vantajosas junto dos seus fornecedores e assim reduzir o *working capital*, no entanto o estudo demonstrou que as empresas não utilizam o seu poder dominante de mercado para melhorar a sua eficiência na gestão do *working capital*;
- A perspectiva de aumento das vendas é igualmente um fator apontado pelos autores para o aumento do investimento em *working capital*.

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Por fim, é interessante referir o estudo conduzido por Caballero *et al.* (2012), também estes autores estudaram a relação entre o *working capital* e o desempenho das empresas de um conjunto de empresas espanholas não financeiras de pequena e média dimensão. A conclusão a que chegaram é que de facto existe uma correlação e esta apresenta um valor ótimo uma vez que a relação entre as duas variáveis apresenta uma forma côncava. Assim sendo, há aumentos de *working capital* que permitem não só reduzir o risco de insolvência como também aumentar a rentabilidade das empresas.

### III. Estudo do Caso

#### III.1. Indústria Farmacêutica em Portugal

Nos próximos parágrafos procura-se caracterizar a indústria farmacêutica em Portugal no que concerne às **definição de preços dos medicamentos, níveis mínimos de inventários, prazos médios de recebimentos e contribuições extraordinárias** sobre a indústria farmacêutica para numa segunda fase relacionar este cenário com o impacto nos níveis de *working capital* e avaliação de performance.

A indústria farmacêutica é um mercado regulado em Portugal pela autoridade nacional INFARMED - Autoridade Nacional do Medicamento e Produtos de Saúde, I.P. (sob a tutela do Ministério da Saúde). É esta a entidade que efetua o licenciamento dos fabricantes, distribuidores (por grosso e farmácias), delegados de informação médica bem como dos locais de venda dos medicamentos não sujeitos a receita médica. Fazem igualmente parte das funções do Infarmed as seguintes atividades, entre outras:

- Efetuar a avaliação técnico-científica dos medicamentos;
- Autorizar a introdução no mercado dos medicamentos;
- Aprovar os preços dos medicamentos submetidos pelos titulares da autorização de introdução no mercado (AIM) do medicamento e respetiva percentagem de comparticipação.

#### Definição de Preços

O preço dos medicamentos de uso humano sujeitos a receita médica e dos medicamentos não sujeitos a receita médica comparticipados encontra-se definido no Decreto-Lei n.º 97/2015 que define que estes produtos ficam sujeitos a um regime de preços máximos em que o PVP – Preço de Venda ao Público fixado pelo conselho diretivo do Infarmed e não podem ser comercializados sem que seja obtido um PVP, mediante requerimento do titular da respetiva autorização de introdução no mercado (AIM), cujo procedimento é regulado por portaria do membro do Governo responsável pela área da saúde.

O preço de venda ao público é composto:

1. Pelo preço de venda ao armazenista (PVA);
2. Pela margem de comercialização do distribuidor grossista;
3. Pela margem de comercialização do retalhista;

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

4. Pela taxa sobre a comercialização de medicamentos;
5. Pelo imposto sobre o valor acrescentado (IVA).

Desta forma, no mercado de ambulatório, a formação de preços resulta:

Para os **medicamentos não genéricos** “da comparação com os PVA em vigor nos países de referência para o mesmo medicamento ou, caso este não exista, para especialidades farmacêuticas idênticas ou essencialmente similares, ou seja, com a mesma substância ativa, forma farmacêutica e dosagem (referenciação internacional).”

No caso dos **medicamentos genéricos** a forma de cálculo é distinta: “a formação de preços de medicamentos genéricos, resulta da comparação com um medicamento de referência, com igual dosagem e forma farmacêutica, devendo ser, no mínimo, inferior em 50% ao preço daquele, ou inferior em 25% para os medicamentos cujo preço de venda ao armazenista em todas as apresentações seja igual ou inferior a 10 euros, conforme estipulado nos artigos 7.º e 10.º da Portaria n.º 195-C/2015, de 30 de junho.” O PVP máximo do medicamento de referência é determinado pela média do PVP máximo desse medicamento nos dois anos imediatamente anteriores ao pedido de preço do primeiro medicamento genérico, de acordo com o n.º 3 do artigo 7.º da Portaria n.º 195-C/2015.”

Para os medicamentos vendidos ao mercado hospitalar “os preços máximos de aquisição não podem exceder o PVA mais baixo em vigor nos países de referência, para o mesmo medicamento ou, caso este não exista, para especialidades farmacêuticas idênticas ou essencialmente similares existentes em cada um desses países.”

Em 2017 os países de referência são Espanha, França e Itália, vide Portaria n.º 290-B/2016, de 15 de novembro.

A revisão dos preços quer para medicamentos genéricos e não genéricos e vendidos em mercado hospitalar ou de ambulatório é efetuada por norma anualmente conforme definido no artigo 11.º do Decreto-Lei n.º 97/2015, de 1 de junho e nos artigos 16.º, 17.º e 20.º da Portaria n.º 195-C/2015, de 30 de junho. Pode contudo ser efetuada uma revisão excecional de preço por

motivos de interesse público ou por pedido do titular de AIM (artigos 18.º e 19.º da Portaria n.º195-C/2015, de 30 de junho).

### **Níveis Mínimos de Inventários**

Para desenvolver a temática dos níveis mínimos de inventários é importante primeiro falar-se de canais de distribuição. Relativamente a estes os medicamentos podem ser exclusivamente de uso hospitalar ou de distribuição retalhista chegando neste caso aos pacientes através das farmácias.

No caso da venda através do canal retalhistas a relação comercial é uma acordada entre o titular da AIM e o armazenista ou farmácia. As previsões das vendas e das quantidades necessárias de inventários são possíveis de serem efetuadas com recurso a critérios como número de doentes com determinada terapêutica, dosagem recomendada, validade dos lotes no mercado e terapêuticas alternativas, entre outros.

Já no caso da venda a hospitais públicos o processo é regulado pelo código de contratos públicos, sendo que as compras efetuadas pelos hospitais são suportadas por contratos onde são definidos prazos de entrega (de 24 a 48 horas muitas vezes) e penalizações pelo não cumprimento. No canal hospitalar as previsões tornam-se assim mais complexas pois apesar dos contratos preverem um determinado número de unidades de venda não há garantias que o número total seja comprado e no caso dos medicamentos sem reembolso aprovado todo o processo está pendente da aprovação da autorização especial por parte do Infarmed o que atrasa o processo de compra, neste caso uma aprovação de reembolso de um medicamento por parte do Infarmed pode alterar totalmente as previsões de vendas das semanas seguintes uma vez que os hospitais vêm reduzidos os procedimentos para a compra e o preço do medicamento.

Na indústria farmacêutica o conceito de inventários de segurança é assim importante pois as vendas podem revelar-se difíceis de prever pelo que anteriormente se descreveu. Igualmente os medicamentos antes de serem integrados no *stock* vendável obedecem a validações de controlo de qualidade por parte de um farmacêutico o que certamente aumenta o número de dias em que inventários estão na posse da empresa. A falta de medicamentos em *stock* não se traduz apenas em perda de vendas pode traduzir-se igualmente na perda de reembolso por parte do Infarmed. O Infarmed prevê a caducidade da participação nas seguintes situações:

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

- O titular de AIM não comercializar o medicamento no âmbito do SNS no prazo de um ano, a contar da notificação da autorização de participação;
- Se após o início da comercialização, o medicamento não estiver disponível no mercado por prazo superior a 90 dias.

### Prazos Médios de Recebimentos

No caso das empresas que comercializam medicamentos de uso exclusivo em ambiente hospitalar é ainda importante contextualizar os prazos médios de recebimentos.

O código dos contratos públicos prevê no artigo 299º um prazo máximo de 60 dias para o pagamento contudo a realidade do setor é muito diferente.

Os dados da Apifarma revelam no estudo “A Indústria Farmacêutica em Números” que o prazo médio de recebimentos em 2015 era de 385 dias, apresentando uma melhoria em relação aos anos da Troika onde em 2012 atingiu os 500 dias. Para 2016 o mesmo estudo não está disponível no entanto através da consulta da página da ACSS verifica-se que no segundo trimestre de 2016 o Centro Hospitalar de Lisboa Norte, que inclui o Hospital de Santa Maria, uma das maiores unidades hospitalares de Portugal, apresentou um prazo de 426 dias de pagamento aos seus fornecedores. O Centro Hospitalar do Porto por seu turno apresentou um prazo médio de pagamentos de 233 dias.

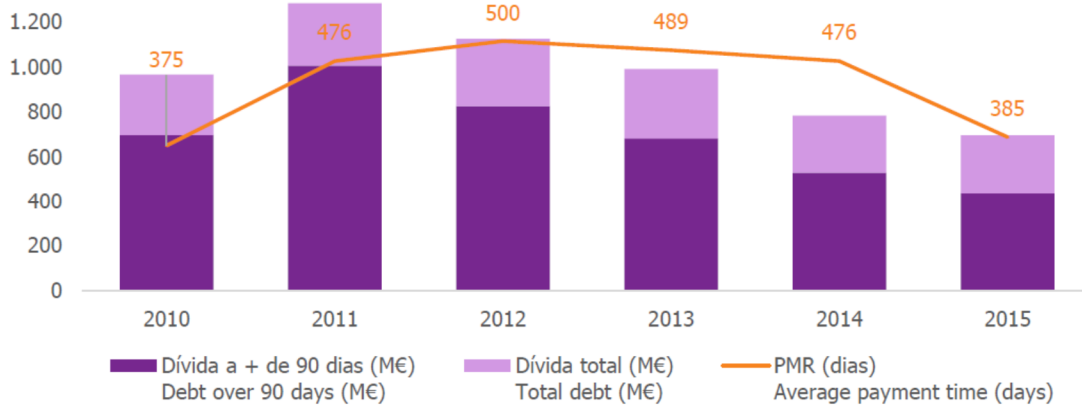
**Figura 2 – Dados relativos à dívida dos hospitais públicos e PMR para 2010 a 2015**

	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Dívida a + de 90 dias (M€) Debt over 90 days (M€)	696	1.005	826	681	530	437
Dívida total (M€) Total debt (M€)	965	1.283	1.125	990	783	695
PMR (dias) Average payment time (days)	375	476	500	489	476	385

Fonte: Inquérito mensal da Apifarma / Source: Apifarma Survey

Fonte: Apifarma – Indústria Farmacêutica em Números

**Figura 3 – Gráfico da dívida dos hospitais públicos e PMR para 2010 a 2015**



Fonte: Apifarma – Indústria Farmacêutica em Números

O prazo médio de recebimentos é assim claramente um fator a considerar na análise do *Working Capital* destas empresas.

Associada a esta questão dos prazos de pagamento encontra-se igualmente a assinatura de diversos protocolos entre os associados da Apifarma e o SNS.

Desde 1997 vários foram os acordos com o governo que visavam sobretudo a salvaguarda de introdução de inovação e pagamento da dívida. A partir de 2011, o objetivo primordial passou a ser a redução da despesa do SNS em medicamentos. A análise aos protocolos mais recentes mostra que o valor solicitado à indústria, nomeadamente aos aderentes aos acordos, em cada ano é superior a 1% do orçamento inicial do SNS, e tem correspondido a cerca de 5% das despesas pública com medicamentos.

### **Contribuição Extraordinária do Setor Farmacêutico**

A Lei n.º 82-B/2014, de 31 de dezembro, que aprovou o Orçamento do Estado para o ano de 2015, criou no seu artigo 168.º a contribuição extraordinária sobre a indústria farmacêutica, com o objetivo de garantir a sustentabilidade do SNS, na vertente de gastos com medicamentos. Esta contribuição calcula-se através da aplicação de uma percentagem prevista na lei às vendas efetuadas pelo titular da AIM para um determinado medicamento.

Os associados da Apifarma que assinam anualmente o protocolo negociado entre a associação e o SNS ficam dispensados do pagamento às autoridades fiscais da contribuição extraordinária do setor farmacêutico sendo este substituído pela emissão de notas de crédito aos hospitais de forma proporcional aos consumos por estes reportados ao Infarmed num valor correspondente



## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

ao pagamento que seria efetuado às autoridades fiscais. Desta forma as empresas vêm a dívida diminuída contrariamente ao que aconteceria caso efetuassem o pagamento do imposto.

## III.2. A Empresa

### III.2.1. Caracterização da Empresa e da sua envolve externa

#### A empresa

A Bristol-Myers Squibb é uma empresa que opera no sector da bio-pharma. Desenvolve atividades de investigação e desenvolvimento em várias terapêuticas sendo que as áreas de foco são a cardiologia, oncologia, imunologia e fibrose.

A sua sede é nos Estados Unidos da América e está presente na América do Norte, Europa, América Latina e Ásia. Em 2016 a empresa obteve 19,4 biliões de dólares de volume de negócio e atingiu igualmente alguns marcos importantes como sendo (i) a aprovação do Opdivo, nos EUA, para 11 indicações terapêuticas em 6 diferentes tipos de cancro, (ii) o aumento das vendas de Eliquis em 80% atingindo os 3,3 biliões de dólares, este medicamento é usado já por 5,5 milhões de pessoas a nível mundial.

Em Portugal a empresa iniciou atividade em 1966, comercializa exclusivamente produtos produzidos pelo grupo, ou seja medicamentos essencialmente de utilização em ambiente hospitalar.

Em termos de vendas a empresa fechou 2016 com um volume de vendas superior a 55 milhões de euros em que a distribuição por produto era a evidenciada no quadro 1:

**Quadro 1 – Distribuição das vendas em 2016 por produto**

Medicamento	Área	Vendas (Milhares €)	Vendas (%)
Eliquis	Cardiovascular	14.501	26%
Reyataz	Virologia	10.538	19%
Daklinza	Virologia	5.679	10%
Opdivo	Oncologia	4.945	9%
Baraclude	Virologia	4.647	8%
Sprycel	Oncologia	3.981	7%
Outros		11.149	20%

Fonte: Relatório de Contas BMS

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Os medicamentos com indicação da área terapêutica correspondem aos produtos que a empresa comercializa que estão protegidos por patente e com a exceção do Eliquis, comercializado através do canal retalhista, todos os restantes são administrados em ambiente hospitalar. No caso do Reyataz e Baraclude são medicamentos quase a chegar ao fim da patente, os restantes estão ainda em fase de crescimento. De facto o Daklinza apenas teve o reembolso aprovado no início de 2017 e o Opdivo no primeiro semestre de 2017 ainda estava a ser comercializado através de autorizações especiais concedidas pelo Infarmed aos hospitais que pretendem administrar o medicamento aos seus pacientes.

O processo de aprovação do reembolso dos medicamentos é aliás um dos desafios identificados pela empresa para o ano de 2017 quer para as indicações atuais do Opdivo quer para as novas que entretanto estão em fase de aprovação pela agência europeia do medicamento. Outro dos desafios apontados pela empresa está relacionado com as medidas de controlo e redução da despesa pública relacionada com a saúde.

O resultado líquido da empresa, em 2016, foi negativo em 2.226 milhões de euros fruto da contabilização de uma provisão de reestruturação relativa ao processo em curso no valor de 4.168 milhões de euros. Estes números serão analisados em mais detalhe na análise económica e financeira da empresa.

### Quadro 2 – Comparação entre 2016 e 2015 de algumas das rubricas das DF's

	2016	2015	%
Volume Negócios	55.440	47.480	17%
CMV	32.128	25.360	27%
Margem Bruta	23.312	22.120	5%
Res. Operacionais	(2.295)	1.216	-289%
Resultado Líquido	(2.226)	554	-502%
Ativo Líquido	55.312	40.458	37%
Capital Próprio	4.874	7.100	-31%
Passivo	50.438	33.358	51%

Fonte: Relatório de Contas BMS

## Envolvente Externa

A envolvente externa à empresa influencia a forma como a mesma gere a sua operação e claro o seu desempenho assim importa analisar alguns dos aspetos dessa mesma envolvente, nomeadamente:

- Aspetos político-legais: por um lado tem-se assistido nos últimos anos a uma pressão política para melhorar a eficiência na área da saúde por forma a melhorar os cuidados de saúde prestados à sociedade e ao mesmo tempo controlar o orçamento desta área. Uma das consequências tem sido a pressão política-legal para a diminuição dos preços. Igualmente foram criados impostos específicos que incidem sobre as vendas da indústria o que veio agravar a estrutura de custos destas empresas;
- Envolvente económica: a crise económica ocorrida em Portugal causou, como já foi referido anteriormente, impactos ao nível do setor com a diminuição das dotações orçamentais para a área da saúde e consequentemente o aumento dos PMR e uma pressão maior para a diminuição dos preços;
- Fatores socioculturais: o aumento da esperança média de vida e o aumento da incidência de algumas doenças como o cancro faz com que por um lado as empresas tenham um mercado crescente para os seus produtos. Por outro lado a população em geral é mais informada no que toca a terapias inovadoras e há portanto uma pressão da opinião pública para a sua adoção no SNS;
- Aspetos tecnológicos: como já se referiu na introdução este é um mercado em que a inovação em novos medicamentos tem um peso preponderante. Assim as empresas do setor têm nos últimos anos recorrido à tecnologia para melhorar a eficiência da operação e assim conseguir diminuir os custos aumento o enfoque dos colaboradores de cada país em tarefas de valor acrescentado e aumentar os recursos disponíveis para I&D. Disto é exemplo a criação de vários centros de serviços partilhados com recurso a automatização de algumas tarefas administrativas.

Relativamente à análise das cinco forças de Porter neste mercado é importante analisar os potenciais impactos de algumas delas.

No que concerne à rivalidade da **concorrência** pode-se concluir que o impacto é elevado. Na indústria farmacêutica é importante não só o desenvolvimento de novos medicamentos

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

inovadores, como ser a primeira empresa a registar a patente e ter a capacidade de divulgar os mesmos junto da classe médica e científica bem como de negociar com os reguladores a sua introdução no mercado em cada país. No que refere à entrada de **novos concorrentes** no mercado e produtos substitutos o impacto é baixo já que são necessários avultados montantes de investimento em I&D para o desenvolvimento de **novos produtos** e é uma indústria que se reveste de um elevado grau de complexidade no que toca a regulamentação. Assim os produtos substitutos são desenvolvidos sobretudo pelos concorrentes atuais e têm de demonstrar que a relação eficácia terapêutica / preço compensa a troca na prescrição aos doentes.

Relativamente ao **poder de negociação dos fornecedores**, as empresas da indústria vendem geralmente produtos produzidos por uma das empresas do grupo e todas as condições relacionadas com a compra são definidas pela empresa-mãe.

Por fim o **poder negocial dos clientes** é elevado uma vez que na generalidade os maiores clientes são os hospitais públicos e as condições de venda são negociadas através do poder central nomeadamente o preço é negociado com o Infarmed e as condições definidas através do código de contratação pública e em concursos públicos lançados pela SPMS.

### III.2.2. Operação da Empresa em Portugal

Como já foi referido Bristol-Myers Squibb Farmacêutica Portuguesa é parte integrante de um grupo internacional e o seu capital é detido em 99,98% por uma das holdings europeias, a Bristol-Myers Squibb Holding Sarl. A empresa, no período em análise, é um centro de investimento do grupo pois os gestores da sucursal portuguesa detêm autonomia para tomar decisões que influenciam os rendimentos, gastos, ativos e passivos.

#### A estrutura operacional e a equipa

A equipa em Portugal tem vindo a ser reduzida ao longo dos últimos anos sobretudo devido a dois fatores:

- A transformação da empresa em termos globais com a redução de áreas terapêuticas como a venda da área da diabetes à Astrazeneca durante o ano de 2014 para concentração da atividade nas áreas de *bio-pharma*;
- A concentração de muitas das funções de suporte em centros de serviços partilhados do grupo permanecendo em Portugal apenas os empregados responsáveis pela execução do negócio e alguns elementos de apoio aos mesmos e encargos pela interligação com os serviços partilhados por forma a agilizar as operações.

Em 2016, as equipas operacionais existentes em Portugal estavam organizadas por área terapêutica: oncologia, cardiologia e virologia e hematologia. Cada uma destas áreas era coordenada por um diretor com a exceção de virologia e hematologia para as quais a estrutura era comum. As unidades operacionais eram compostas por equipas comerciais: responsáveis por reunir com os médicos fornecendo informação relativa aos medicamentos comercializados e equipas de marketing responsáveis pela divulgação dos medicamentos.

As equipas transversais a todas as áreas de negócios eram:

- Equipa de acesso aos mercados responsáveis pela preparação dos dossiers dos medicamentos para submissão ao Infarmed, negociação dos processos de reembolso e submissão dos preços;
- Equipa médica composta por um diretor médico, responsável de farmacovigilância e colaboradores com conhecimentos específicos nas áreas terapêuticas dos medicamentos

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

comercializados que davam apoio às unidades de negócio e à direção de acesso ao mercado;

- Direção técnica responsável por aprovação de materiais e libertação dos lotes de medicamentos;
- Equipa de suporte composta por pessoas cujas funções são assegurar a relação com os *stakeholders* locais e fazer a ponte com os centros de serviços partilhados do grupo onde são efetuadas todas as tarefas relacionadas com o processamento de encomendas, faturação, *customer service*, contabilidade e tesouraria e tarefas relacionadas com os recursos humanos.

Neste caso não serão analisadas as unidades de negócio separadamente, ou seja, como centros de investimento autónomos uma vez que as principais decisões são tomadas pelo comité de gestão o qual era composto pelos diretores da empresa e presidido pela presidente do conselho de administração que era igualmente diretora da equipa de oncologia. Igualmente o tema do caso é transversal às várias áreas pois a problemática da gestão do *working capital* apresenta as mesmas características em todas elas.

### **Ativo Económico**

No que concerne ao ativo económico da empresa este é essencialmente composto por *working capital* pois os ativos fixos não são relevantes.

A sede da empresa, na Quinta da Fonte, é num escritório arrendado pertencente a um centro empresarial. Igualmente o armazém onde a empresa armazena os produtos é pertencente ao operador logístico com o qual a empresa detém contrato de prestação de serviços que entre outras áreas cobre o armazenamento, preparação de encomendas, distribuição dos medicamentos e tratamento de devoluções. O parque de automóveis utilizados pelas equipas operacionais encontravam-se em aluguer operacional.

Assim sendo os valores de ativos tangíveis apresentados na contabilidade dizem respeito a equipamentos informáticos e equipamento administrativo utilizados pelas equipas.

O *working capital* da empresa é composto por dívidas de clientes, inventários e dívidas a fornecedores.

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Como já foi referido, os produtos da empresa são maioritariamente de utilização hospitalar, assim sendo os seus maiores clientes são os centros hospitalares das capitais de distrito. O processo de venda é regulado pelo código dos concursos públicos que prevê o pagamento de juros de mora para o caso de não pagamento dentro do prazo acordado. No entanto, na indústria não é pratica comum a imputação de quaisquer juros de mora aos hospitais públicos, a única situação em que há pagamento de juros é quando ocorre a venda da dívida a empresas financeiras através de *factoring*. Assim sendo o prazo de pagamento concedido, 60 dias é usualmente largamente ultrapassado como se pode confirmar pela tabela seguinte que indica o prazo médio de recebimentos da empresa.

### Quadro 3 – Prazo médio de recebimentos e custo do factoring para o período em análise

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Prazo médio de recebimentos (dias)	111	167	217	160	228	272
Custo factoring (Euros)	913 741	476 382	0	1 671 962	0	0

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS

Como se pode concluir através da análise do quadro 3, o aumento do prazo médio de recebimentos tem sido uma tendência crescente mesmo com o recurso ao *factoring* sem recurso que a empresa efetuou em 2011, 2012 e 2014. As operações de *factoring* foram realizadas sobretudo por motivos operacionais e não de financiamento, uma vez que permitiram a libertação de imparidades de clientes contabilizadas diretamente no resultado operacional.

A vinda da *Troika* para Portugal em 2011 e todas as restrições orçamentais fruto do programa de estabilidade e crescimento que se seguiram tiveram como impacto não só o aumento do prazo médio de recebimentos (PMR) como o aumento dos gastos com a operação nomeadamente com as contribuições resultantes dos acordos negociados entre a Apifarma e o Ministério da Saúde com o objetivo de reduzir a dívida pública. O pagamento dessas contribuições é efetuado na BMS, como na generalidade das empresas da indústria, através da emissão de notas de crédito aos hospitais. Há assim uma melhoria do PMR em detrimento de uma deterioração do resultado operacional em 2015 e 2016, anos em que as contribuições passaram a ser contabilizadas como gasto e não como menos vendas. Até então a forma como



## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

eram contabilizadas não afetava o cálculo deste indicador. Em 2016 o gasto relativo à contribuição para o Sistema Nacional de Saúde ascende a quase cinco milhões e meio de euros. O quadro 4 demonstra a quebra dos encargos totais com medicamentos por parte do SMS nos anos de 2011 a 2015 (os dados de 2016 ainda não se encontravam disponíveis).

**Quadro 4 – Encargos do SNS com medicamentos para o período em análise**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Encargos totais com medicamentos SNS (em milhões)	2 348	2 054	2 037	2 040	2 046	n.d.

Fonte: Informação retirada da página da Apifarma, secção Indicadores

No que respeita a inventários, a empresa, como já referido, vende apenas medicamentos produzidos pelo grupo. Assim sendo todas as compras são efetuadas a empresas do grupo de acordo com a previsão de vendas para os meses seguintes. Esta previsão é contudo mais difícil de efetuar quando os medicamentos não têm o seu processo de reembolso concluído, como já foi aliás referido, no caso da Bristol-Myers Squibb em 2015 e 2016 vários dos seus medicamentos estavam nesta situação, nomeadamente o Daklinza e o Opdivo. O quadro 5 mostra a duração média dos inventários para o período compreendido entre 2015 e 2016.

**Quadro 5 – Duração média dos inventários para o período em análise**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Duração média dos inventários (dias)	75	74	92	108	146	145

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS

O aumento em 2015 e 2016 está relacionado com o *stock* de Dakinza pois a empresa fez as previsões de vendas iniciais com o pressuposto de um acordo de reembolso o que só veio a acontecer em 2017. Assim sendo as vendas em volume foram menores que as previstas. Igualmente o reembolso de Opdivo esteve pendente durante todo o ano de 2016 o que dificultou as previsões das vendas dada a trajetória ascendente de consumo do medicamento introduzido em território nacional em meados de 2015.

Por fim o prazo médio de pagamentos não é uma métrica muito relevante para o caso pois como todas as compras são efetuadas a empresas do grupo o prazo de pagamento está acordado e é

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

igual para todas as empresas do grupo. Assim sendo logo que as faturas de compras vencem a tesouraria do grupo encarrega-se de efetuar o pagamento através das contas bancárias da empresa. O valor das dívidas a fornecedores é contudo influenciado pela data de chegada dos lotes, ou seja o valor é mais elevado no mês de receção dos medicamentos.

Os restantes fornecedores de serviços são pagos nos prazos acordados por contrato que variam entre os 30 e 60 dias.

O quadro 6 resume os valores de *working capital* e ativo económico da empresa para os anos de 2011 a 2016.

**Quadro 6 – Cálculo do Ativo Económico e do *Working Capital* reais**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cientes	14 831 150	18 768 857	25 417 089	14 205 367	27 982 513	38 904 806
Inventários	6 341 031	6 049 726	5 116 257	5 109 294	10 138 559	12 719 736
Fornecedores	13 104 959	7 833 364	7 341 250	6 252 625	12 870 427	8 364 181
<b>Working Capital</b>	<b>8 067 222</b>	<b>16 985 219</b>	<b>23 192 096</b>	<b>13 062 036</b>	<b>25 250 645</b>	<b>43 260 361</b>
Investimentos médios líquidos	717 016	636 609	555 617	510 855	431 631	353 700
<b>Ativo Económico</b>	<b>8 784 238</b>	<b>17 621 828</b>	<b>23 747 713</b>	<b>13 572 891</b>	<b>25 682 276</b>	<b>43 614 061</b>

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

Tal como revelou o cálculo do PMR o saldo das dívidas de clientes aumentou no período entre 2011 e 2016. Tal aumento também é justificado pelo preço dos medicamentos que a empresa comercializa. Esse aumento é igualmente uma das razões do aumento da rubrica de inventários. Com a transformação que a empresa tem em curso os novos medicamentos são cada vez mais inovadores como é o caso da imuno-oncologia que pretende ser alternativa aos tratamentos de quimioterapia tradicionais.

Ainda relacionado com o *working capital* é relevante efetuar o cálculo do ciclo de exploração em dias de vendas. Este indicador permite calcular o número de dias de atividade necessários para financiar o ciclo de exploração, ou seja o *working capital*.

O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

**Quadro 7 – Ciclo de Exploração para o período em análise**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ciclo de Exploração (dias)	57	142	187	139	194	285

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

No caso da BMS, como se pode constatar, o número de dias tem aumentado exponencialmente nos últimos anos sendo já necessário quase um ano de atividade para financiar o *working capital* (quadro 7).

Para efeitos do caso procedeu-se ainda ao recálculo do ativo económico caso o saldo da rubrica de dívidas de cliente representasse os 60 dias previstos na maioria dos contratos. Estes dados permitirão recalcular os indicadores de desempenho da empresa com o ativo económico correspondente à situação teórica e contratual que seria a realidade da empresa caso tivesse algum poder de gestão da dívida e os seus clientes não fossem entidades públicas.

**Quadro 8 – Cálculo do Ativo Económico e do *Working Capital* teóricos**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cientes (teórico)	9 146 379	7 702 419	7 999 464	6 070 843	8 388 210	9 794 474
Inventários	6 341 031	6 049 726	5 116 257	5 109 294	10 138 559	12 719 736
Fornecedores	13 104 959	7 833 364	7 341 250	6 252 625	12 870 427	8 364 181
Working Capital	2 382 451	5 918 781	5 774 471	4 927 512	5 656 342	14 150 029
Investimentos médios líquidos	717 016	636 609	555 617	510 855	431 631	353 700
Ativo Económico (teórico)	3 099 467	6 555 390	6 330 088	5 438 367	6 087 973	14 503 729
Ativo Económico (real)	8 784 238	17 621 828	23 747 713	13 572 891	25 682 276	43 614 061
Variação	-65%	-63%	-73%	-60%	-76%	-67%

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

O quadro 8 espelha bem a diferença entre o investimento necessário em ativo económico necessário e aquele que seria estimado caso o PMR coincidisse com as condições de pagamento contratualizadas, a variação é sempre superior a 60%.

Também para este cenário teórico se procedeu ao cálculo do ciclo de exploração em dias de vendas e para 2016 a diferença é superior a 180 dias – mais de 6 meses (quadro 9).

O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

**Quadro 9 – Variação entre o Ciclo de Exploração real e o Ciclo de Exploração teórico**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Ciclo de Exploração (teórico)	22	55	51	58	47	95
Ciclo de Exploração (real)	57	142	187	139	194	285
Variação	-35	-87	-136	-81	-147	-189

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Indicador em dias.

## Financiamento

A empresa, como as restantes empresas do grupo, está inserida numa operação de *cash-pooling* montada pela tesouraria internacional do grupo para garantir o financiamento das operações das suas subsidiárias em tempo útil e a taxas mais apelativas do que se as mesmas se financiassem localmente com recurso aos bancos locais. Desta forma todos os dias a conta bancária associada ao *cash-pooling* encerra com saldo zero, razão pela qual não foram considerados quaisquer valores de depósitos à ordem no cálculo do *working capital*.

Nos anos em causa os valores de *cash-pooling* e de juros pagos ao grupo são os detalhados no quadro 10:

**Quadro 10 – Cálculo da Taxa de juro implícita**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cash-Pooling (financiamento grupo)	8 887 168	22 199 929	17 720 070	7 441 144	16 025 400	27 907 995
Financiamento médio	8 784 440	15 543 549	19 960 000	12 580 607	11 733 272	21 966 698
Juros financiamento do grupo	13 103	195 511	572 263	275 682	342 540	165 411
Taxa de juro implícita	0,15%	1,26%	2,87%	2,19%	2,92%	0,75%

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

O quadro 10 indica igualmente o financiamento médio da empresa calculado através da média entre o financiamento inicial e final de cada um dos anos.

### Custo médio ponderado do capital (WACC)

Para que seja possível calcular o desempenho da empresa será necessário ainda determinar a estrutura do capital, ou seja a percentagem do capital necessário que é financiado por capitais próprios e por capitais alheios e o respetivo custo médio ponderado do capital.

Quanto à estrutura do capital da empresa, a mesma foi calculada utilizando a informação dos capitais próprios e do *cash-pooling* da empresa.

**Quadro 11 – Cálculo da estrutura de capital**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Capitais Próprios	4 070 095	287 199	4 762 341	6 502 155	7 099 780	4 873 903
Cash-Pooling (financiamento grupo)	8 887 168	22 199 929	17 720 070	7 441 144	16 025 400	27 907 995
E/(E+D)	31%	1%	21%	47%	31%	15%
D/(E+D)	69%	99%	79%	53%	69%	85%

Fonte: Demonstrações Financeiras BMS

Valores em euros.

Como se pode verificar no quadro 11, o peso do financiamento através de capitais alheios (grupo) é extremamente elevado. Caso a empresa não tivesse integrada num grupo internacional, seria possivelmente muito difícil aceder a igual montante de financiamento, junto do mercado financeiro.

Para o custo dos capitais próprios utilizou-se a seguinte informação:

- Prémio de risco retirado da página eletrónica Damodoran, nomeadamente a rendibilidade do mercado (Portugal) e o beta *unlevered* para posterior converter no prémio de risco adaptado à estrutura de financiamento da empresa;
- Obrigações do tesouro a 10 anos colocadas no mercado em 2011, 2014, 2015 e 2016, como em 2011 apenas foram colocadas no mercado obrigações do tesouro a 9 anos foi utilizada essa informação. Igualmente durante 2012 e 2013, anos da *Troika* não foram colocadas no mercado obrigações do tesouro, assim para estes anos foi utilizada a mesma taxa que em 2011.

**Quadro 12 – Cálculo do Custo médio do capital ponderado**

WACC	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Obrigações Tesouro Português (Rf)	6,72%	6,72%	6,72%	3,59%	2,51%	3,14%
Rendibilidade do Mercado (Rm)	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%	9,24%
D/E	2,18	77,30	3,72	1,14	2,26	5,73
Taxa de IRC (t)	25,00%	25,00%	23,00%	23,00%	21,00%	21,00%
Average Unlevered Beta	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73	0,73
BD empresa	-2,60	-2,16	-1,52	-0,25	0,06	-0,39
BL empresa	6,17	168,10	7,17	1,58	1,91	5,78
CAPM	22,31%	431,36%	24,84%	12,55%	15,39%	38,42%
WACC (antes de imposto)	7,11%	6,75%	7,52%	7,02%	6,75%	6,35%
WACC	7,08%	6,44%	7,00%	6,75%	6,32%	6,22%

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS e da base de dados do Damodoran.

Antes de avançar algumas considerações adicionais sobre os resultados obtidos no cálculo do custo médio ponderado do capital:

- É visível o decréscimo da taxa de juro das obrigações do tesouro após a economia portuguesa ter sido intervencionada, isto deve-se ao facto de apesar das obrigações do tesouro serem consideradas uma aplicação sem risco durante o período que antecedeu a intervenção da *Troika* e no período seguinte ao início da intervenção os investidores exigirem um retorno mais elevado para investir em Portugal;
- O custo dos capitais próprios é elevado sobretudo devido à estrutura do capital da empresa, ou seja, o valor elevado de capitais alheios necessários para financiar o *working capital* tem um efeito penalizador para o custo do capital próprio já que é este o elemento do ativo económico que obriga a um investimento elevado;
- O valor elevado do custo dos capitais próprios acaba por não ser muito penalizador para o valor do custo médio ponderado do capital dado o custo dos capitais alheios ser reduzido e o peso desta forma de financiamento na empresa ser elevado.

Agora com a empresa caracterizada e a operação em Portugal descrita pode avançar-se para o cálculo dos indicadores de desempenho económico.

### III.2.3. Análise do desempenho económico da empresa em Portugal

Para efeitos de análise do desempenho da empresa irão ser calculados os seguintes indicadores: Resultado Líquido do Exercício, a Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP), o *Return on Investment* (ROI), a margem de contribuição residual e o Economic Value Added (EVA).

No caso dos indicadores que utilizam na sua fórmula de cálculo o ativo económico será indicado o seu valor fazendo referência ao ativo económico real e o ativo económico teórico calculado com o PMR contratualizado com os hospitais.

#### Resultado Líquido do Exercício (RLE)

O RLE foi obtido diretamente das Demonstrações Financeiras da empresa. Como se pode observar no quadro 13 existe uma grande volatilidade nos valores deste indicador sendo que em 2011, 2012 e 2016 foram anos em que a empresa procedeu a reestruturações e assim sendo o resultado está influenciado por gastos relativos a esses processos, nomeadamente indemnizações devida a empregados.

**Quadro 13 – Resultado Líquido da empresa**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Resultado líquido	-1 041 627	-3 782 248	4 475 142	1 739 814	553 821	-2 225 877

Fonte: Demonstrações Financeiras BMS

Valores em euros.

Igualmente analisando os valores nada ficamos a saber quanto ao capital necessário para a atividade.

#### Rendibilidade dos Capitais Próprios (RCP)

De forma idêntica ao RLE também o RCP foi cálculo utilizando o RLE e os capitais próprios expressos nas Demonstrações Financeiras da empresa.

### Quadro 14 – Rendibilidade do Capital Próprio

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rendibilidade do Cap. Próprio	-26%	-1317%	94%	27%	8%	-46%

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Os valores indicam uma rendibilidade muito positiva em 2013 e um resultado aceitável em 2014, ainda em 2015 a rendibilidade é reduzida mas positiva (quadro 14). Para os restantes anos o RCP é negativo, ou seja foi destruído valor (quadro 14). Para melhor analisar a atividade o RLE foi recalculado sem as indemnizações associadas às reestruturações, ou seja foi considerado que os valores não se encontram associados atividade da empresa (quadro 15).

### Quadro 15 – Resultado Líquido e Rendibilidade do Capital Próprio reexpressos

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Resultado líquido reexpresso	295 210	-294 125	7 079 272	2 234 067	553 821	1 941 886
RCP reexpresso	7,25%	-102,41%	148,65%	34,36%	7,80%	39,84%

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

Com este exercício foi possível obter rendibilidades positivas para todos os anos exceto 2012, no entanto os anos de 2011 e 2015 continuam a apresentar uma rendibilidade baixa. Uma das falhas deste indicador é nada dizer relativamente à rendibilidade exigida pelos acionistas, no entanto se comparar a rendibilidade destes dois anos com o custo dos capitais próprios obtido para o cálculo do custo médio ponderado do capital percebe-se que esta é inferior, logo não cobre a remuneração exigida pelos detentores do capital.

Para mais facilmente se interpretar este indicador procedeu-se à sua decomposição até ao nível da rendibilidade económica, através do *Modelo Dupont*, tendo-se obtido os seguintes resultados:



O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

**Quadro 16 – Rendibilidade Económica e sua decomposição através do Modelo Dupont**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rendibilidade Económica	21%	-2%	32%	16%	5%	4%
Rendibilidade Bruta das Vendas	40%	32%	55%	50%	47%	42%
Efeito dos Custos Fixos	0,09	-0,03	0,30	0,12	0,05	0,08
Rotação do AE	6	2	2	3	2	1

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Analisando os resultados pode constatar-se a baixa rendibilidade económica da empresa sobretudo explicada pelo efeito que os custos fixos têm na atividade e pela rotação do ativo económico (quadro 16). É aliás interessante verificar a estabilidade do indicador da rendibilidade bruta das vendas ao longo do período em análise.

Repetindo o cálculo mas desta vez fazendo uso do ativo económico teórico obteve-se os valores representados no quadro 17. A rendibilidade económica melhora significativamente no entanto o efeito dos custos fixos continua a ser elevado.

**Quadro 17 – Rendibilidade Económica e sua decomposição através do Modelo Dupont com ativo económico teórico**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Rendibilidade Económica	60%	-6%	120%	39%	20%	13%
Rendibilidade Bruta das Vendas	40%	32%	55%	50%	47%	42%
Efeito dos Custos Fixos	0,09	-0,03	0,30	0,12	0,05	0,08
Rotação do AE	17	7	7	6	8	4

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

O efeito dos custos fixos poderá ser explicado pela contribuição da indústria farmacêutica. Nos casos de medicamentos comercializados através de autorizações de utilização excecional a taxa de contribuição é de 14,3% das vendas e como já foi referido no caso da BMS em 2015 e 2016 existiam vários medicamentos nessa situação.

**Return On Investment (ROI)**

Para o cálculo do ROI foi considerado o resultado antes de imposto expurgando os gastos com indemnizações e os juros de financiamento e o ativo económico real associado à empresa. Como se pode observar no quadro 18 os valores deste indicador são extremamente baixos para

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

os anos de 2011, 2015 e 2016, sendo mesmo negativos em 2012. Mais uma vez o indicador não permite concluir nada relativamente ao ponto se nos anos em que o ROI apresentou resultados negativos os mesmos foram suficientes para fazer face às expectativas de rendibilidade do acionista.

### Quadro 18 – Cálculo do ROI

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RAI	-519 553	-4 470 822	6 387 237	3 393 414	858 146	-2 486 172
Juros	13 103	195 511	572 263	275 682	342 540	165 411
Gastos com Indeminizações	1 336 837	3 488 123	2 604 130	494 253	0	4 167 763
Ativo Económico (real)	8 784 238	17 621 828	23 747 713	13 572 891	25 682 276	43 614 061
ROI real	9%	-4%	40%	31%	5%	4%

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

O mesmo cálculo foi efetuado utilizando o ativo económico teórico (quadro 19).

### Quadro 19 – Cálculo do ROI com o ativo económico teórico

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
RAI	-519 553	-4 470 822	6 387 237	3 393 414	858 146	-2 486 172
Juros	13 103	195 511	572 263	275 682	342 540	165 411
Gastos com Indeminizações	1 336 837	3 488 123	2 604 130	494 253	0	4 167 763
Ativo Económico (teórico)	3 099 467	6 555 390	6 330 088	5 438 367	6 087 973	14 503 729
ROI teorico	27%	-12%	151%	77%	20%	13%

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

Mais uma vez os resultados demonstram que a performance económica da empresa melhora significativamente se substituirmos no ativo económico o saldo real das dívidas de clientes pelo saldo teórico contratualizado. O ROI dos anos de 2015 e 2016 continua contudo inferior aos restantes anos (com exceção de 2012) comprovando que esta rendibilidade não está relacionada apenas com os valores de ativos económicos apresentados pela empresa nesses anos mas muito possivelmente com a contribuição da indústria farmacêutica para o SNS.

### Margem de Contribuição Residual (MCR)

Ao contrário dos indicadores anteriores a MCR tem em consideração a remuneração exigida pelos acionistas ao deduzir à margem de contribuição direta o custo de financiamento do ativo económico calculado utilizando o custo médio ponderado do capital antes de imposto.

Para calcular a margem de contribuição deduziu-se ao resultado operacional o valor dos gastos com indemnizações devido à razão anteriormente explicada e as depreciações por não fazerem parte do cálculo da margem de contribuição.

**Quadro 20 – Cálculo da MCR**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Resultado Operacional	510 096	-3 881 087	4 974 093	1 620 237	1 216 231	-2 294 795
Gastos com Indemnizações	1 336 837	3 488 123	2 604 130	494 253	0	4 167 763
Depreciações	65 267	95 253	80 992	90 075	93 731	100 388
Margem de Contribuição	1 781 666	-488 217	7 497 231	2 024 415	1 122 500	1 772 580
Ativo Económico (real)	8 784 238	17 621 828	23 747 713	13 572 891	25 682 276	43 614 061
WACC (antes de imposto)	7,11%	6,75%	7,52%	7,02%	6,75%	6,35%
Ativo Económico (real) x WACC (antes de imposto)	624 565	1 189 653	1 785 979	952 894	1 732 855	2 770 792
Margem de Contribuição Residual	1 157 101	-1 677 870	5 711 252	1 071 522	-610 355	-998 211

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

Os resultados obtidos (quadro 20) são bastante interessantes principalmente se comparados com o ROI e o RCP. Aquando do cálculo destes indicadores havia-se concluído que apenas o ano de 2012 apresentava rendibilidades negativas e não remunerava os acionistas positivamente ficando no entanto a incerteza se tal remuneração seria ou não a desejada por estes.

No entanto quando se procede ao cálculo da MCR e se deduz à margem de contribuição o custo ponderado do ativo económico incluindo a remuneração exigida pelos acionistas para este investimento chega-se de facto à conclusão que para os seis anos três dos quais o centro de investimento não cria económico valor para o grupo.

Igualmente para este indicador efetuou-se novo calculo utilizando o ativo económico teórico com as dívidas de clientes contratuais (quadro 21).

**Quadro 21 - Cálculo da MCR com o ativo económico teórico**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Resultado Operacional	510 096	-3 881 087	4 974 093	1 620 237	1 216 231	-2 294 795
Gastos com Indeminizações	1 336 837	3 488 123	2 604 130	494 253	0	4 167 763
Depreciações	65 267	95 253	80 992	90 075	93 731	100 388
Margem de Contribuição	1 781 666	-488 217	7 497 231	2 024 415	1 122 500	1 772 580
Ativo Económico (teórico)	3 099 467	6 555 390	6 330 088	5 438 367	6 087 973	14 503 729
WACC (antes de imposto)	7,11%	6,75%	7,52%	7,02%	6,75%	6,35%
Ativo Económico (teórico) x WACC (antes de imposto)	220 374	442 555	476 063	381 804	410 773	921 419
Margem de Contribuição Residual	1 561 292	-930 772	7 021 168	1 642 611	711 728	851 162

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

Com o ativo económico teórico todos os anos apresentam valores positivos com exceção do ano de 2012 como seria expectável dada a margem de contribuição em si ser negativa. Desta forma pode-se concluir que o segmento criaria valor económico para o grupo caso os pagamentos dos hospitais públicos fossem efetuados dentro dos prazos previstos.

Outra conclusão interessante é que apesar do efeito dos custos fixos analisado anteriormente, a empresa continuaria a criar valor económico após a remuneração do capital próprio e do capital alheio.

### **Economic Value Added (EVA)**

O indicador Economic Value Added é basicamente obtido deduzindo à Margem de Contribuição Residual o Imposto sobre o Rendimento. Na realidade o cálculo deveria ser efetuado corrigindo ao resultado algumas contabilizações, nomeadamente as locações operacionais, que no caso da empresa são apenas os veículos utilizados pelos empregados. Esta correção não seria muito fácil de concretizar e para o efeito do caso não produziria qualquer alteração relevante pois agravaria o ativo económico via investimentos em ativos fixos tangíveis.

Para o cálculo do Imposto sobre o Rendimento utilizou-se a taxa de imposto do ano em causa aplicada à margem de contribuição menos as depreciações uma vez que são fiscalmente aceites.

Em grande medida este indicador não altera as conclusões tiradas através da análise do MCR, apenas diminui o valor criado para os acionistas dada a dedução do imposto (quadro 22).

O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

**Quadro 22 - Cálculo do EVA**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Margem de Contribuição	1 781 666	-488 217	7 497 231	2 024 415	1 122 500	1 772 580
Depreciações	65 267	95 253	80 992	90 075	93 731	100 388
Ativo Económico (real)	8 784 238	17 621 828	23 747 713	13 572 891	25 682 276	43 614 061
WACC (antes de imposto)	7,11%	6,75%	7,52%	7,02%	6,75%	6,35%
Ativo Económico (real) x WACC (antes de imposto)	624 565	1 189 653	1 785 979	952 894	1 732 855	2 770 792
Imposto sobre o Rendimento	121 603	0	519 203	130 599	65 043	103 983
Economic Value Added	1 035 498	-1 677 870	5 192 048	940 923	-675 398	-1 102 194

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

Igualmente utilizando o ativo económico teórico as conclusões são semelhantes às obtidas aquando do recálculo da MCR (quadro 23).

**Quadro 23 – Cálculo do EVA com o ativo económico teórico**

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Margem de Contribuição	1 781 666	-488 217	7 497 231	2 024 415	1 122 500	1 772 580
Depreciações	65 267	95 253	80 992	90 075	93 731	100 388
Ativo Económico (teórico)	3 099 467	6 555 390	6 330 088	5 438 367	6 087 973	14 503 729
WACC (antes de imposto)	7,11%	6,75%	7,52%	7,02%	6,75%	6,35%
Ativo Económico (teórico) x WACC (antes de imposto)	220 374	442 555	476 063	381 804	410 773	921 419
Imposto sobre o Rendimento	429 100	0	1 705 735	444 898	216 042	351 160
Economic Value Added	1 132 192	-930 772	5 315 433	1 197 713	495 686	500 001

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

Por último e antes de se retirar algumas conclusões para o conjunto dos indicadores de desempenho calculado procedeu-se ao recálculo de alguns desses indicadores expurgando dos gastos a contribuição da indústria farmacêutica para os anos de 2015 e 2016. Esta assumiu um valor de 5.416.420 euros em 2016 e 4.278.283 euros em 2015.

**Quadro 24 – Cálculo dos indicadores de desempenho mantendo o ativo económico e expurgando dos gastos a Contribuição da Indústria Farmacêutica**

	2015	2016
Resultado líquido reexpresso	4 832 104	7 358 306
RCP reexpresso	68,06%	150,97%

	2015	2016
Rendibilidade Económica	21%	26%
Rendibilidade Bruta das Vendas	47%	42%
Efeito dos Custos Fixos	0,25	0,31
Rotação do AE	2	1

	2015	2016
Resultado Operacional	1 216 231	-2 294 795
Gastos com Indeminizações	0	4 167 763
Contribuição da indústria farmacêutica	4 278 283	5 416 420
Depreciações	93 731	100 388
Margem de Contribuição	5 400 783	7 189 000
Ativo Económico (real)	25 682 276	43 614 061
WACC (antes de imposto)	6,75%	6,35%
Ativo Económico (real) x WACC (antes de imposto)	1 732 855	2 770 792

Margem de Contribuição Residual	3 667 928	4 418 209
---------------------------------	-----------	-----------

Fonte: Elaborado com base nos elementos retirados das Demonstrações Financeiras BMS.

Valores em euros.

O exercício permitiu constatar algo interessante e que os resultados obtidos anteriormente deixavam de certa forma antever (quadro 24). Assim sendo mesmo com os valores do ativo económico elevados devido ao não pagamento das faturas atempadamente pelos hospitais públicos a empresa estaria numa situação de criação de valor económico após a remuneração exigida pelos detentores do capital.

## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Os cálculos evidenciam uma margem de contribuição residual positiva para os dois anos em causa. É de realçar igualmente que para os anos de 2015 e 2016 a taxa de custo médio ponderado do capital é inferior à apresentada nos primeiros anos graças à melhoria verificada na economia portuguesa e à taxa de juro do capital alheio continuar baixa apesar do elevado montante de financiamento necessário para fazer face às necessidades de *working capital*. Desta forma apesar dos valores elevados do ativo económico caso não existisse a contribuição da indústria farmacêutica a empresa continuaria a criar valor como se viu.

Nessa situação é contudo discutível, como já foi referido ao longo do caso, dois pontos:

- Se a empresa não obtivesse financiamento para o seu ativo económico junto do grupo, ou seja, se tivesse que recorrer aos mercados financeiros conseguiria encontrar um parceiro disponível para efetuar esse financiamento;
- E se sim, a que preço. Por outras palavras, até que ponto a taxa de juro a pagar faria aumentar de tal forma o WACC que a empresa deixasse de criar valor económico e remunerar os detentores do capital mesmo sem existir a referida contribuição.

#### III.2.4. Conclusões sobre o caso

A última reestruturação na Bristol-Myers Squibb teve início em dezembro de 2016 e implicará o fecho do escritório em Lisboa. À data de entrega deste relatório os colaboradores que permanecerem em Portugal reportarão a Madrid, onde estará o poder de decisão, e serão apenas o que o grupo chamou de “*customer face*”, isto é uma equipa maioritariamente comercial e de reduzida dimensão. Os diretores, com exceção da diretora técnica que por lei tem de residir em Portugal, as equipas de marketing e todas as áreas de suporte ainda existentes foram impactadas na reestruturação e as respetivas funções foram migradas para Madrid ou descontinuadas. Mesmo na equipa comercial e de acesso ao mercado registou-se uma redução efetiva da estrutura a operar até 2016.

A decisão de reduzir significativamente a operação em Portugal foi justificada com a complexidade existente no país nomeadamente (i) a demora na obtenção do reembolso dos medicamentos, (ii) o reembolso condicionado a um número limitado de unidades, (iii) os prazos de pagamentos praticados pelos hospitais públicos e (iv) outras particularidades do mercado como a contribuição da indústria farmacêutica paga ao sistema nacional de saúde.

Após a análise os indicadores de desempenho económico é de facto visível a existência de fatores exógenos no mercado, que os gestores não controlam, e que afetam significativamente o desempenho económico do segmento e a criação de valor para os acionistas. Aquando do recálculo dos mesmos indicadores expurgando os efeitos das dívidas de clientes e da contribuição da indústria farmacêutica os resultados melhoram significativamente e a empresa passa para uma situação de criação de valor.

Neste caso é correto afirmar que o *working capital* afeta a performance económica da empresa, é uma situação extrema numa indústria em que infelizmente os gestores não controlam alguns dos aspetos financeiros com impacto nos resultados e que no final do dia provoca a destruição de valor económico para os acionistas e poderá questionar-se se acabou por causar igualmente a perda de dezenas de empregos no país.



## O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Para o futuro levantam-se alguns desafios para a empresa a níveis estratégicos:

### Quadro 25 – Análise SWOT

<b>Pontos Fortes</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Reputação da empresa junto da classe médica.</li><li>- Medicamentos inovadores.</li><li>- Capacidade de financiamento através do grupo.</li></ul>	<b>Pontos Fracos</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Portfolio reduzido quando comparado com alguns dos players do setor.</li><li>- Estrutura reduzida no país dedicada à operação e divulgação quando comparado com outras empresas do setor.</li><li>- Eventual dificuldade na atração de colaboradores para as áreas ainda a operar em Portugal por não haver estruturas de apoio.</li></ul>
<b>Oportunidades</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Mercado existente para os medicamentos em causa.</li><li>- Sensibilização da comunidade para novas formas terapêuticas que são menos impactantes na vida dos doentes e aumentam a sobrevivência, como é o caso dos medicamentos para o cancro. Ou promovem a cura para a doença, o que até aí não acontecia, como é o caso da Hepatite C.</li></ul>	<b>Ameaças</b> <ul style="list-style-type: none"><li>- Forte concorrência de algumas empresas da indústria com mais estrutura no país e um maior portfolio o que lhes dá uma maior visibilidade junto da classe médica e regulador.</li><li>- Limitações ao nível do orçamento de estado para o setor da saúde.</li><li>- Demora no processo de participação dos medicamentos.</li><li>- Alterações político-legais que possam ter impacto na indústria.</li></ul>

## IV. Conclusões, limitações e oportunidades de investigação futura

### IV.1. Conclusões e contributos

O estudo deste caso permitiu demonstrar como em algumas circunstâncias os responsáveis das empresas e segmentos de negócios não têm na realidade grande margem na gestão dos componentes do *working capital* principalmente quando os seus produtos são vendidos a clientes com grande poder negocial como é o caso do SNS ou empresas da grande distribuição.

Igualmente a análise do desempenho económico da empresa escolhida para o caso evidenciou como, para valores elevados de *working capital*, a operação não é capaz de gerar valor económico e passa a destruir valor podendo em certos casos levar ao desinvestimento em determinado segmento, como foi o caso da BMS que optou por reduzir a estrutura em Portugal mesmo que tal decisão cause a deterioração da qualidade do serviço no país.

No estudo do caso esta conclusão ficou espelhada por exemplo através do cálculo da MCR. Com os dados reais da empresa o indicador apresenta valores negativos permitindo verificar que para 2015 e 2016 a empresa destruía valor económico, nomeadamente -610.355 Euros e -998.211 Euros respetivamente. Quando se repetiu o cálculo com o *working capital* teórico obtido substituindo as dívidas a receber pelo equivalente a 60 dias de vendas, os valores obtidos para o mesmo indicador passam a ser positivos. Ou seja, a empresa estaria numa situação de criação de valor económico, mais concretamente 711.728 Euros em 2015 e 851.162 Euros em 2016.

O estudo permitiu ainda concluir que parte do SNS se financia a custo zero, ou perto disso, por estes fornecedores colocando em causa a sustentabilidade económica destes negócios.

#### **IV.2. Limitações**

O caso analisado incidiu sobre a indústria farmacêutica e sobre uma empresa que se dedica praticamente em exclusivo à comercialização de medicamentos inovadores.

Nesse sentido foram sentidas algumas dificuldades na explicação de alguns dos mecanismos da indústria dada a sua complexidade e elevada regulamentação nomeadamente no que toca à formação dos preços e à obrigatoriedade das empresas responderem a concursos públicos levantados por hospitais.

Igualmente em termos de confidencialidade os dados utilizados da empresa limitaram-se aos relatórios de contas uma vez que estes revestem-se de um carácter público ao serem submetidos através do processo de depósito de contas. Para contextualização no mercado e decomposição de alguns dos cálculos teria enriquecido a análise a indicação de alguns dos preços de compra e venda dos produtos.

### **IV.3. Oportunidades de investigação futura**

Como já referido o estudo deste caso permitiu demonstrar o impacto desfavorável que o *working capital* tem na criação de valor económico para o acionista e como alguns dos seus componentes são de natureza exógena para as empresas farmacêuticas cujos principais clientes são os hospitais públicos dada a especificidade dos medicamentos ou equipamentos que vendem.

Assim sendo seria interessante alargar o estudo a mais empresas o que permitiria obter conclusões mais abrangentes sobre o setor e quantificar o valor económico que é destruído em Portugal para um conjunto representativo de empresas farmacêuticas (ou unidades de negócio) pelo não cumprimento das condições de pagamento contratualizadas entre os hospitais e essas empresas.

Seria igualmente relevante perceber quais são os níveis mínimos médios para o prazo médio de recebimentos e duração média dos inventários que permitem a estas empresas / segmentos criar valor económico e em que medida um maior alinhamento com o Sistema Nacional de Saúde nestas matérias permitiriam criar poupanças para o próprio SNS nomeadamente em juros pagos a entidades financeiras devido a operações de factoring e eventualmente a possíveis acordos financeiros que permitissem a diminuição efetiva do preço de alguns dos medicamentos.

## Bibliografia

ACSS. Acedido a 12.06.2017 em <http://www.acss.min-saude.pt/2016/07/22/pmp-e-fornecedores/>

Apifarma. Acedido a 04.12.2016 em: <http://www.apifarma.pt>

BMS. Acedido a 10.08.2017 em <https://www.bms.com/investors.html>

Caballero S., Teruel P. e Solano P. 2012. How does working capital management affect the profitability of Spanish SMEs?. *Small Business Economics*, September 2012.

Código dos Contratos Públicos. Acedido a 12.06.2017 em [http://www.base.gov.pt/mediaRep/inci/files/base\\_docs/CCPTextoconsolidadojan2016.pdf](http://www.base.gov.pt/mediaRep/inci/files/base_docs/CCPTextoconsolidadojan2016.pdf)

Crespo de Carvalho, J. 2012. *Logística e Gestão da Cadeia de Abastecimento*. Lisboa, Edições Sílabo.

Dean, J. 1987. Measuring Profit Center Managers. *Harvard Business Review*, Sep – Oct 1987.

Deloof, M. 2003. Does Working Capital Management Affect Profitability of Belgian Firms?. *Journal of Business Finance & Accounting*, 30(3) & (4) April/May 2003.

Desai M. & Ferri F. 2006. Understanding Economic Value Added. *Harvard Business School*, Rev July 11 2006.

Gomes Mota, A. e C. Custódio 2012. *Finanças da Empresa*. Lisboa, bnomics Editora.

Infarmed. Acedido a 12.06.2017 em <http://www.infarmed.pt/web/infarmed/avaliacao-terapeutica-e-economica>

Infarmed. Acedido a 12.06.2017 em [http://www.infarmed.pt/web/infarmed/entidades/medicamentos-uso-humano/avaliacao-economica/regulamentacao-preco-medicamentos/atribuicao\\_precos](http://www.infarmed.pt/web/infarmed/entidades/medicamentos-uso-humano/avaliacao-economica/regulamentacao-preco-medicamentos/atribuicao_precos)

Jordan, H. J. C. e J.A. Rodrigues. 2011 *O Controlo de Gestão – ao Serviço da Estratégia e os Gestores*, Lisboa, Áreas Editora.

Kaplan, R. S. 1984. The Evolution of Management Accounting. *The Accounting Review* 59.

Kieschnich R., LaPlant M. e Moussawi R. 2006. Corporate working capital management: Determinants and Consequences. *CFO Magazine* 2006.

Rodrigues, J.A. e A. M. Simões 2012. *Analisar a Performance Financeira Uma visão multidimensional*. Lisboa, Áreas Editora.

Şamiloğlu, F. & Akgün, A. 2016. The Relationship between WC and Profitability. *Business and Economics Research Journal*, Volume 7 Number 2 2016.

O Impacto do *Working Capital* na Avaliação de Desempenho da Empresa na Indústria Farmacêutica

Anexo

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Cientes	14 831 150	18 768 857	25 417 089	14 205 367	27 982 513	38 904 806
Inventários	6 341 031	6 049 726	5 116 257	5 109 294	10 138 559	12 719 736
Fornecedores	13 104 959	7 833 364	7 341 250	6 252 625	12 870 427	8 364 181
Activos fixos tangíveis	717 016	636 609	555 617	510 855	431 631	353 700
Cash-Pooling (financiamento grupo)	8 887 168	22 199 929	17 720 070	7 441 144	16 025 400	27 907 995
Capitais Próprios	4 070 095	287 199	4 762 341	6 502 155	7 099 780	4 873 903
Vendas	51 771 954	43 598 596	45 279 985	34 363 261	47 480 435	55 440 420
Custo das mercadorias vendidas	31 017 458	29 732 340	20 397 620	17 299 777	25 359 507	32 127 765
Resultado operacional	510 096	-3 881 087	4 974 093	1 620 237	1 216 231	-2 294 795
Gastos com Indeminizações	1 336 837	3 488 123	2 604 130	494 253	0	4 167 763
Resultado antes de impostos	-519 553	-4 470 822	6 387 237	3 393 414	858 146	-2 486 172
Resultado líquido	-1 041 627	-3 782 248	4 475 142	1 739 814	553 821	-2 225 877
Juros financiamento do grupo	13 103	195 511	572 263	275 682	342 540	165 411
Custo factoring	913 741	476 382	0	1 671 962	0	0
Contribuição da indústria farmacêutica	-	-	-	-	4 278 283	5 416 420
Depreciações	65 267	95 253	80 992	90 075	93 731	100 388

Fonte: Demonstrações Financeiras BMS