

VALOR Econômico

Quinta-feira, 11 de dezembro de 2003

PALAVRA DO GESTOR

Política de distribuição de bons dividendos

Ricardo Magalhães

A política de distribuição de dividendos tem despertado o interesse de economistas e investidores nas últimas cinco décadas e foi objeto de uma intensa modelagem teórica e de testes empíricos na literatura internacional de finanças. Basicamente, estas escolas se dividem entre os que acreditam que os dividendos têm uma influência positiva sobre os preços das ações, os que acreditam que os dividendos têm uma influência negativa, e por fim aqueles que afirmam que a política de dividendo é irrelevante na composição dos preços das ações. Acredito que uma boa política de distribuição de dividendos influencia positivamente o preço das ações.

**Distribuir os lucros
pode trazer ganho às
empresas**

Para entendermos como funciona este processo no Brasil, primeiramente devemos entender a estrutura societária que existe no mercado de empresas abertas negociadas em bolsa. Observando nosso mercado, podemos ver que praticamente todas as empresas têm um controle bem definido, que é freqüentemente exercido por meio de uma "holding" familiar ou de um acordo de acionistas que aglutina todos os votos dos acionistas pertencentes a este grupo em um único sentido.

Esta concentração pode ser problemática, na medida que existe um desalinhamento de interesses entre acionistas majoritários e minoritários. Os controladores da empresa podem utilizar os ativos para uma gama de propósitos que não são necessariamente de interesse dos outros acionistas, como a

utilização de pagamento de despesas pessoais, preços de transferência, diluição não justificada, utilização de estratégias de investimento que gerem benefícios pessoais e outras inúmeras formas de benefícios privados.

Nesta estrutura, o grande risco dos minoritários passa a ser a não participação nos lucros da companhia. Este risco é ampliado quando a liquidez das ações é pequena. Além disso, o controle pode ser alienado a terceiros e os acionistas sem direito a voto poderiam ser expropriados por não participarem dos lucros retidos na empresa.

O argumento da irrelevância da distribuição de dividendos dado pelo modelo de Modigliani-Miller é frágil neste ambiente porque não existe como acionista que não faça parte do bloco de controle, ter acesso efetivo ao fluxo de caixa da empresa. Desta forma, o valor de mercado do caixa da empresa é menor que o valor deste quando distribuído aos acionistas, fato que é freqüentemente verificado em nosso mercado.

No Brasil, a Lei das S.A. obriga a distribuição de 25% do lucro como dividendo mínimo obrigatório. Se isso por um lado inibe o reinvestimento, por outro, e muito mais importante, o dividendo mínimo obrigatório é necessário como forma de proteção ao acionista devido à estrutura societária de controle definido predominante em nosso país. Dessa forma, os dividendos são um substituto a uma forma legal de proteção dos minoritários.

O pagamento do dividendos - entendendo pela distribuição dos lucros, seja por meio de juros sobre o capital próprio ou dividendo - expõe a companhia à possibilidade de vir a captar recursos no mercado de capitais, faz com que os executivos sejam prudentes nos investimentos, e gera a oportunidade aos investidores minoritários de exercer algum tipo de negociação com os controladores da empresa.

Neste sistema de controle definido, o preço das ações no mercado passa a depender da capacidade que o minoritário tem de conseguir participar do fluxo de caixa por meio da distribuição de dividendos, e da proteção em caso de alienação de controle. Em mercados onde não existe o controle definido, temos uma situação completamente diferente. Existirá sempre a possibilidade de comprar as ações da companhia no mercado para tomar o controle da empresa e trocar os executivos e, assim, conseguir uma forma de obter preços corretos para o valor das ações por meio de seu fluxo de caixa. Desse modo, se não tivéssemos a distribuição de dividendos obrigatória, poderíamos ter empresas com retornos de investimentos enormes pelos quais somente o acionista controlador se beneficiaria, expropriando o minoritário.

Devido aos motivos expostos, para a empresa ser capaz de captar no mercado acionário a um custo de capital menor, é necessário estabelecer uma reputação de não ter a intenção de expropriar os acionistas minoritários. A criação de uma boa política de dividendos é uma forma de mostrar ao mercado que a companhia em questão é uma "boa empresa" e que está alinhando os interesses de todos os acionistas.

Num estudo que fizemos entre 1996 e 2002, uma carteira com as ações que distribuem mais dividendos em relação ao seu preço supera o indicador de referência (benchmark) em 75% os meses em que a bolsa apresentou alta e em 65% os meses em que a bolsa registrou baixa, demonstrando que uma boa política de dividendo pode gerar bons retornos.

Temos no mercado brasileiro excelentes exemplos de empresas com uma política de distribuição de dividendos bem definidas, como a Vale do Rio Doce e mais recentemente a Votorantim Celulose e Papel (VCP), demonstrando todo o seu comprometimento com boas práticas de governança corporativa e com o bom tratamento aos acionistas minoritários.

Portanto, a distribuição parte dos lucros no Brasil tem influência positiva sobre os preços das ações e uma boa política de dividendos, como a feita pelas empresas acima citadas, é exemplo de como reduzir o custo de capital na emissão de ações e, assim, desenvolver o nosso mercado de capitais.

Ricardo Magalhães é gerente de investimentos da Mellon Global Investments

E-mail: magalhaes@mgib.com.br

Este artigo reflete as opiniões do autor, e não do jornal Valor Econômico. O jornal não se responsabiliza e nem pode ser responsabilizado pelas informações acima ou por prejuízos de qualquer natureza em decorrência do uso destas informações.