

Capítulo 4 – Política de Dividendos

Finanças Empresariais

Mestrado em Contabilidade, Fiscalidade e Finanças
Empresariais

Paulo Francisco

2º Semestre 2013/2014

ISEG

Política de Dividendos

- O termo dividendo refere-se ao **dinheiro distribuído aos accionistas** por conta dos resultados gerados pela empresa.
- De forma genérica, **qualquer pagamento directo** realizado pela empresa aos accionistas pode ser considerado como um dividendo ou parte da política de dividendos.
- Execução da **política de dividendos** → **decisões de distribuição de resultados**.
- Será que essas decisões **influenciam o valor** da empresa?
- Serão **determinantes na função financeira** da empresa?

Aspectos Regulamentares

- Artigo 294.º do **Código das Sociedades Comerciais** – **metade do lucro distribuível deve ser entregue** aos accionistas.
- Artigo 71.º do **Código do IRS - Retenção na fonte** a título definitivo, à taxa liberatória de 28% do montante de dividendos distribuídos.

Limites legais à distribuição de dividendos:

- A legislação portuguesa tem como princípio geral um **pagamento anual de dividendos**.
- No entanto permite que as empresa efectuem pagamentos de **dividendos intercalares**, sob a forma de “adiantados”, mas **apenas uma vez por ano**.

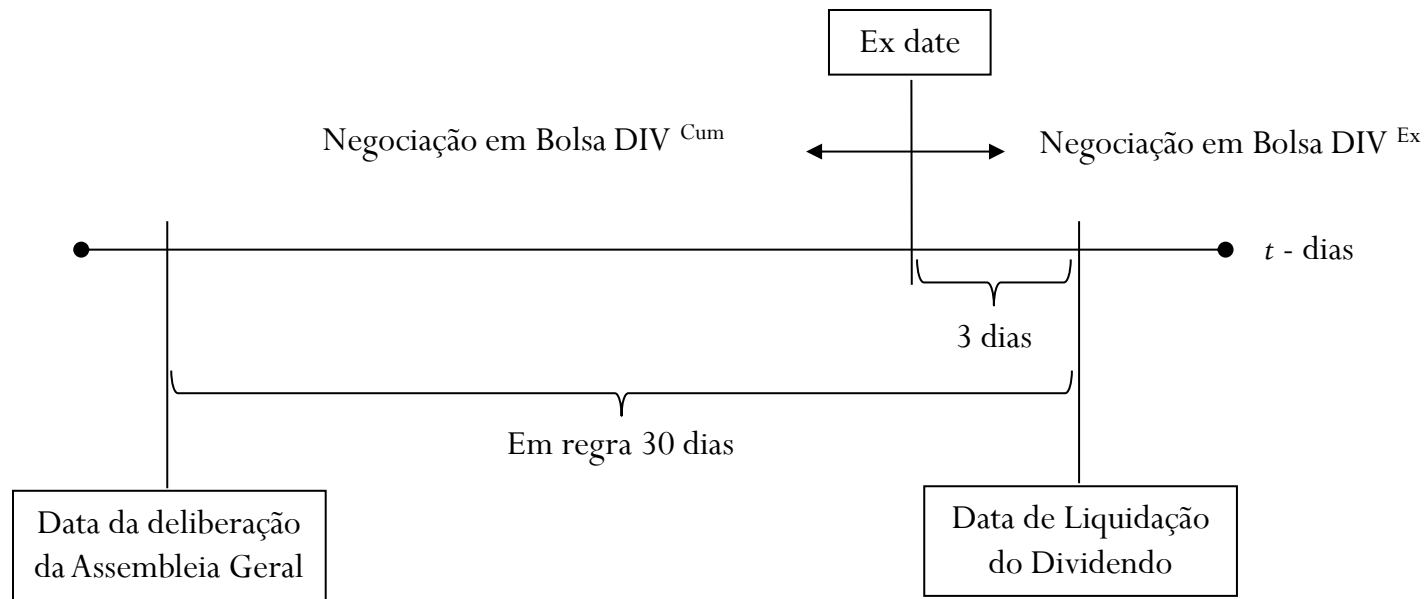
Aspectos Regulamentares

- As empresas portuguesas **não podem distribuir dividendos** quando:
 - Existam **resultados transitados negativos**
 - As **reservas legais ainda não estiverem formadas**
 - As **despesas de constituição, investigação e desenvolvimento não estiverem amortizadas**, excepto se existirem reservas livres no mesmo montante.
- Nos EUA, a regra é um pagamento trimestral de dividendos – aproximando o momento do rendimento gerado pelas acções do momento do rendimento gerado pelas obrigações.

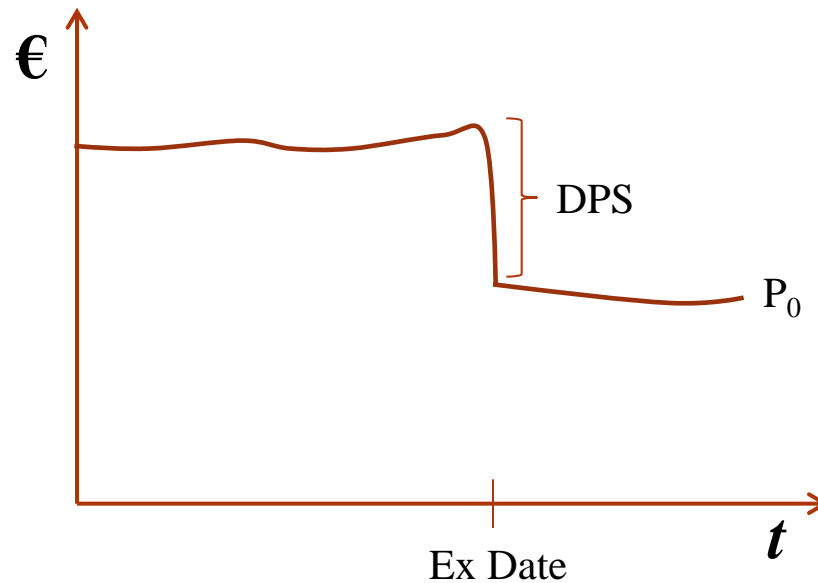
Fases de distribuição de dividendos

- Fase 1 - **Deliberação da Assembleia Geral de Accionistas** com a proposta de distribuição dos resultados. Incluindo o montante de dividendo a distribuir.
- Fase 2 - **Data do Pagamento** do dividendo aos accionistas. (em regra, até 30 dias após a deliberação da AG.)
- Entre estas duas datas verifica-se um **evento corporativo** importante:
- Negociação das acções “Cum DIV”:
 - Negociação em bolsa com direito ao dividendo. Até três dias antes da data de pagamento do dividendo.
- Negociação das acções “Ex Div”:
 - Negociação em bolsa sem direito ao dividendo. Depois de três dias antes da data de pagamento do dividendo.

Fases de distribuição de dividendos



Efeito na cotação das acções do pagamento de um dividendo:



Tipificação dos dividendos

Dividendos Normais

- Não afectam a capacidade normal de crescimento da empresa, não exigem novas formas de financiamento de forma a garantir a política de investimentos da empresa;

Dividendos Regulares

- Dividendos que a empresa espera manter regularmente no futuro;

Dividendos Extraordinários

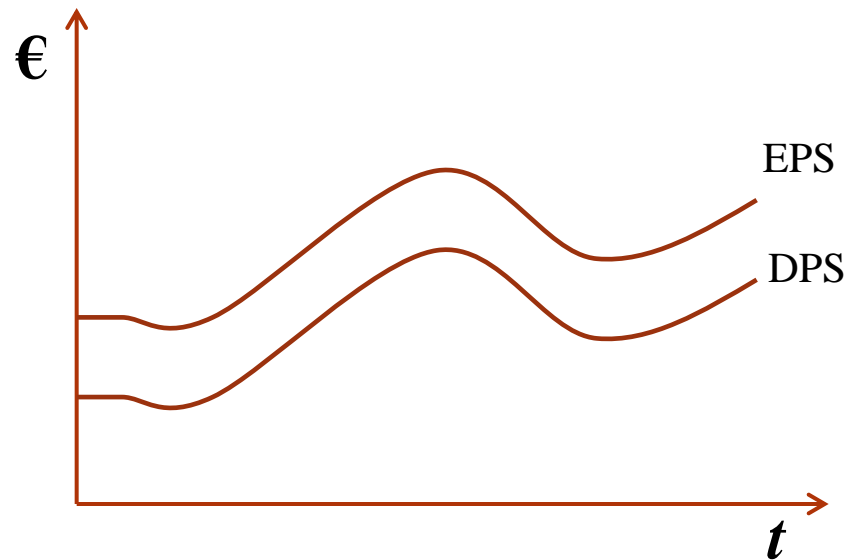
- Dividendos que excedem o normal e exigem novas formas de financiamento de forma a garantir a política de investimentos da empresa.

Dividendos Especiais

- Dividendos que se efectuam em momentos especiais, que raramente acontecem;

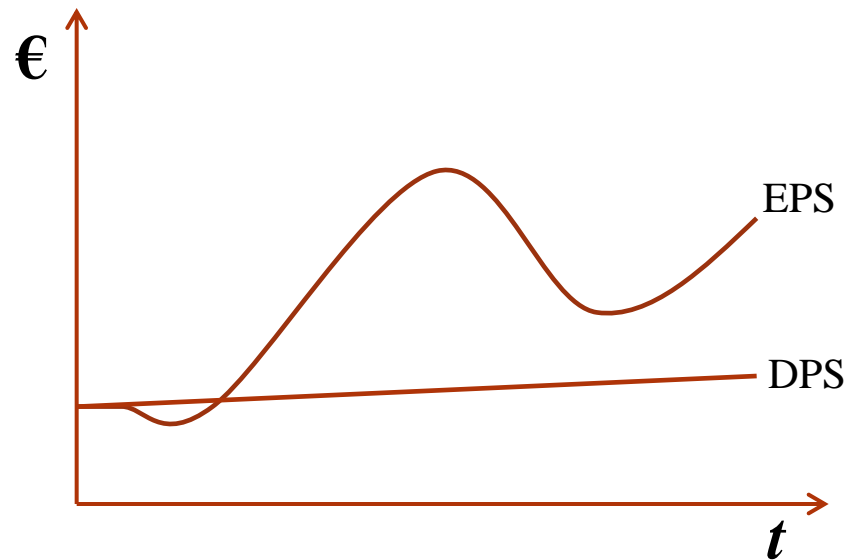
Políticas de Distribuição de Dividendos

- Rácio *pay-out* constante: Proporção de DIV dos Resultados Líquidos permanente:



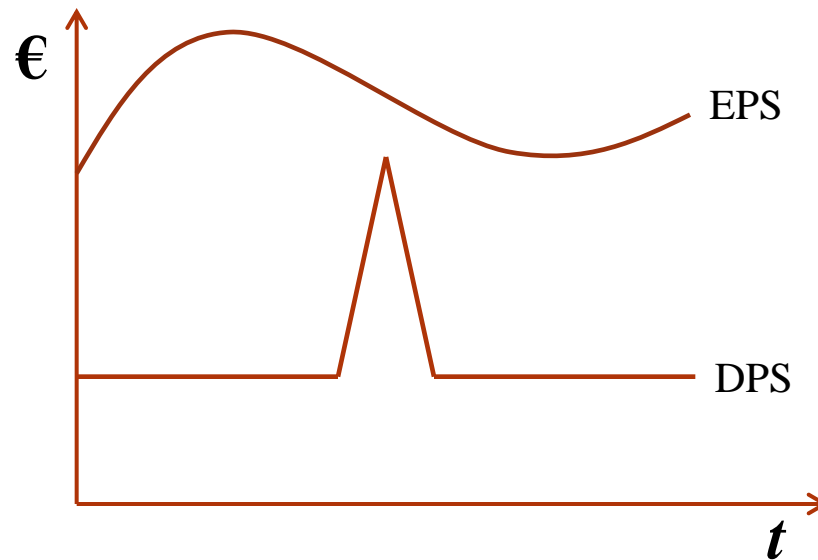
Políticas de Distribuição de Dividendos

- Montante de **Dividendos constante**: Estabilidade de Rendimentos para os accionistas:



Políticas de Distribuição de Dividendos

- Dividendos **regulares** baixos, com dividendos **especiais**: Mix entre as duas políticas anteriores:



Política de dividendos: Modelo de John Lintner (anos 50)

Na sequência de um conjunto de entrevistas com gestores de empresas sobre a política de distribuição de resultados, Lintner encontrou os seguintes factos estilizados:

1. As empresas têm **objectivos de longo prazo** quanto aos rácios de distribuição pay-out ratios:
 - Empresas em estado de maturidade e com resultados estáveis tendem a distribuir uma proporção de dividendos mais elevada. Por outro lado empresas numa fase de elevado crescimento tendem a definir rácios de pay-out mais reduzidos.
2. Os gestores preocupam-se mais com a **variação relativa** do montante de dividendos do que com o montante pago.
 - Pagar este ano € 2,00 de DIV é mais importante se o dividendo do ano anterior tiver sido de € 1,00 do que se tiver sido de € 2,00.

Política de dividendos: Modelo de John Lintner (anos 50)

Cont.:

3. Os dividendos pagos seguem a tendência da evolução dos resultados no longo prazo e não seguem os resultados de curto prazo.
 - Alterações bruscas no nível de resultados num determinado ano não alteram a política de distribuição (pay-out).
4. Os gestores são relutantes a distribuir dividendos elevados quando seja provável que no futuro tenham que reduzir o montante de dividendos.

Lintner desenvolveu um modelo consistente com estes factos estilizados.

Política de dividendos: Modelo de John Lintner (anos 50)

- Suponha que a empresa fixa o seu POR objectivo. Então o dividendo pago no próximo ano (DIV_1) será igual a uma proporção fixa do resultado por acção (RPA_1):

$$DIV_1 = POR_{\text{Objectivo}} \times RPA_1$$

- A variação absoluta do montante de dividendos será:

$$DIV_1 - DIV_0 = POR_{\text{Objectivo}} \times RPA_1 - DIV_0$$

- Uma empresa que fixa o seu POR terá que alterar o montante de dividendo pago anualmente sempre que se altere o RPA.

Política de dividendos: Modelo de John Lintner (anos 50)

- Mas no estudo levado a cabo por Lintner os gestores são relutantes em alterar o montante de dividendos.
- Os gestores acreditam que os accionistas preferem uma progressão estável do montante de dividendos.
- Assim, mesmo que a empresa estivesse em condições de pagar um dividendo muito elevado (na sequência de uma aumento abrupto dos resultados) os gestores preferiam aumentar apenas uma parte do montante do dividendo (menos do que o aumento do resultado).

$$DIV_1 - DIV_0 = \text{Taxa de Ajustamento} \times (POR \text{ Objectivo} \times RPA_1 - DIV_0)$$

- Quanto mais conservadora for a empresa menor será a taxa de ajustamento.

Política de dividendos: Modelo de John Lintner (anos 50)

- O modelo de Lintner sugere que o montante de dividendo distribuído num determinado ano depende em parte dos resultados gerados desse ano e em parte do montante de dividendo do ano anterior.

Aplicação prática:

- A empresa ABC tem um rácio Pay-Out objectivo de 50% , qual a taxa de ajustamento em cada um dos seguintes anos?

Year	EPS (€)	DPS (€)	POR
2007	0,14	0,07	50%
2008	0,12	0,08	67%
2009	0,20	0,09	45%
2010	0,21	0,10	48%

Política de dividendos: Modelo de John Lintner (anos 50)

- Em cada ano, $DIV_1 - DIV_0 = 0,01$. Sabendo que $DIV_1 - DIV_0 = T_x A_j \times (POR \text{ Objectivo} \times RPA_1 - DIV_0)$, então:
- Em 2007: $0,01 = T_x A_j \times (0,5 \times 0,12 - 0,07) \rightarrow T_x A_j = -100\%$
- Em 2008: $0,01 = T_x A_j \times (0,5 \times 0,20 - 0,08) \rightarrow T_x A_j = 50\%$
- Em 2009: $0,01 = T_x A_j \times (0,5 \times 0,21 - 0,09) \rightarrow T_x A_j = 66,7\%$

Year	ΔDIV	Taxa de Ajustamento	POR objectivo	EPS (€)	DPS (€)
2007	-	-	-	-	-
2008	0,01	-100%	50%	0,12	0,07
2009	0,01	50%	50%	0,20	0,08
2010	0,01	66,7%	50%	0,21	0,09

Formas diferentes de pagar dividendos:

Compra de acções próprias (Share Buy-Back)

- Outra forma de remuneração dos accionistas;
- Vantagem meramente fiscal – menor tributação das mais valias face aos dividendos.

Atribuição gratuita de acções

- Incorporação de Reservas ou stock split;
- Vantagem meramente fiscal – menor tributação das mais valias face aos dividendos.

Formas diferentes de pagar dividendos:

- **Exemplo:**
- A cotação das acções ABC Div^{Cum} é de € 6,00 e o dividendo proposto é de € 1,00.
- A cotação das acções ABC^{ExDiv} será de € 6,00 - € 1,00 = € 5,00. A *dividend yield*, rácio entre o montante de dividendo por acção e a cotação^{ExDiv} é de $1/5 = 20\%$.
- Suponha agora uma taxa de imposto liberatória de 20% sobre o montante de dividendos e sobre as mais valias uma taxa de 10% se as acções forem detidas à menos de 12 meses e 0% se detidas à mais de 12 meses.

Formas diferentes de pagar dividendos:

- **Exemplo (Cont.):**
- Suponha um accionista com 100 acções desta empresa.
- A sua riqueza após a distribuição do dividendo seria:

Valor das acções ^{Ex} DIV	$+ 100 \times \text{€ } 5 = + \text{€ } 500$
Dividendo recebido	$+ 100 \times \text{€ } 1 = + \text{€ } 100$
Imposto s/ dividendo	$- 20\% \times \text{€ } 100 = - \text{€ } 20$
Riqueza total	$\text{€ } 500 + \text{€ } 100 - \text{€ } 20 = \text{€ } 580$

- E se a empresa comprasse acções próprias em vez de distribuir dividendo?

Formas diferentes de pagar dividendos:

- **Exemplo (Cont.):**
- A empresa podia recomprar 20 acções por cada 100 detidas pelos accionistas (montante equivalente à distribuição de dividendos)
- Assumindo que um determinado investidor detinha as acções à mais de 12 meses, então a sua riqueza seria € 600 antes e depois da recompra, qualquer que fosse a mais valia gerada:

Valor recebido pela venda de 20 acções no programa de recompra.	$+ 20 \times \text{€ } 6 = + \text{€ } 120$
Valor das restantes 80 acções	$+ 80 \times \text{€ } 6 = + \text{€ } 480$
Impostos pagos pela mais valia	$\text{Mais Valia} \times 0\% = \text{€ } 0$
Riqueza total	$\text{€ } 120 + \text{€ } 480 - \text{€ } 0 = \text{€ } 600$

Formas diferentes de pagar dividendos:

- **Exemplo (Cont.):**
- E se o investidor tivesse as acções à menos de 12 meses e tivesse obtido uma mais valia de € 1 por acção?

Valor recebido pela venda de 20 acções no programa de recompra.	$+ 20 \times € 6 = + € 120$
Valor das restantes 80 acções	$+ 80 \times € 6 = + € 480$
Impostos pagos pela mais valia	$€ 1 \times 20 \times 10\% = - € 2$
Riqueza total	$€ 120 + € 480 - € 2 = € 598$

- **Conclusão:** O pagamento de dividendos pode ser realizado por uma distribuição de dividendos ou através da recompra de acções próprias. Neste caso será mais vantajoso a compra de acções próprias dado serem taxadas apenas a 10% ou 0%.

Controvérsia acerca dos dividendos:

- A política de dividendos afecta o VALOR DA EMPRESA?
- **Correntes:**
 - Os Tradicionalistas
 - Os Fiscalistas
 - Os Neutrais
- Tradicionalistas:
 - O pagamento de dividendos faz aumentar o valor da empresa.
 - Do ponto de vista do investidor é preferível receber dividendos do que esperar por mais valias potenciais envolvendo risco. “vale mais um pássaro na mão do que dois a voar”.

Controvérsia acerca dos dividendos:

- **Fiscalistas:**

- Quando a tributação dos dividendos é superior à tributação das mais-valias os investidores preferem acções com baixas distribuições de dividendos
- Os investidores preferem que o valor potencial de dividendos seja distribuído pela via de compra de acções (Mais-Valia)

- **Neutrais:**

- Neutralidade da política de dividendos face ao valor da empresa;
- Teses de *Modigliani e Miller* (Valor da empresa endividada = Valor da empresa NÃO endividada + $T_c \times D$)
- Ao pagar dividendos a empresa necessita de se refinarciar através da emissão de CP, logo não altera o nível de endividamento e não altera o valor da empresa.



Política de Dividendos e Imperfeições dos Mercados:

- Imperfeições ao nível da informação
 - conteúdo informativo da distribuição de dividendos. E.g o mercado pode entender um aumento súbito do nível de dividendos como um “sinal” positivo de prosperidade da empresa e da sua capacidade de gerar resultados no futuro.
 - Por outro lado pode assumir que a empresa já esgotou as suas oportunidades de investimento.
- Efeito de clientelismo
 - existem investidores que preferem acções de rendimento a acções de crescimento, por exemplo investidores isentos de impostos sobre os dividendos.

Outros factores que podem influenciar a política de dividendos:

- Factores de natureza financeira: situação de tesouraria, pagamento de dívidas, etc.;
- Factores de natureza económica (**estabilidade dos resultados, taxa de rendibilidade dos activos elevada**);
- Factores de natureza contratual: (credores, acções preferenciais, etc.);
- Factores relacionados com o controlo da empresa (financiamento sempre com fundos próprios de forma a não necessitar emitir novo capital próprio).