

Jorge Farinha
Miguel Soro

Dividendos e Recompra de Ações

da teoria à prática

Manual claro e rigoroso, de fácil consulta, sobre um dos temas mais enigmáticos que tem acompanhado a evolução das finanças empresariais

Prefácio
Ricardo Salgado

VidaEconómica

ÍNDICE

Prefácio.....	17
---------------	----

1. INTRODUÇÃO

1.1. Importância.....	19
1.2. As Questões.....	26
1.3. Os Destinatários.....	27
1.4. Estrutura do Livro.....	28

2. PRINCIPAIS CONCEITOS

2.1. Introdução.....	31
2.2. Conceitos Básicos.....	33
2.2.1. Como se Definem os Dividendos?.....	33
2.2.2. Tipos de Dividendos.....	34
2.2.2.1. Quanto à Forma de Distribuição.....	35
2.2.2.1.1. Em Dinheiro (<i>Cash-Dividends</i>).....	35
2.2.2.1.2. Em Ações (<i>Stock Dividends</i>).....	36
2.2.2.1.3. Em Espécie (<i>Property Dividends</i>).....	36
2.2.2.1.4. Planos de Reinvestimento de Dividendos (<i>Dividend Reinvestment Plans</i>).....	38
2.2.2.1.5. Dividendos Postecipados (<i>Scrip Dividends</i>).....	39
2.2.2.1.6. Recompra de Ações (<i>Stock Repurchase</i>).....	40

2.2.2.2. Quanto à Regularidade.....	41
2.2.2.2.1. Ordinários.....	41
2.2.2.2.2. Extraordinários.....	42
2.2.3. As Medidas	43
2.2.3.1. <i>Dividend Payout</i>	43
2.2.3.2. <i>Dividend Yield</i>	45
2.2.4. As Datas Importantes	46
2.2.4.1. Data de Anúncio.....	46
2.2.4.2. Data <i>Cum-Dividend</i>	46
2.2.4.3. Data <i>Ex-Dividend</i>	46
2.2.4.4. Data de Pagamento	47
2.2.5. Restrições Legais e Contratuais	47
2.2.6. Fiscalidade nos Dividendos e Ganhos de Capital.....	52
2.2.6.1. Estados Unidos da América.....	55
2.2.6.2. Reino Unido	56
2.2.6.3. Portugal	58
2.3. Conclusões e <i>Key-Points</i>	65

3. HISTÓRIA, TENDÊNCIAS E DETERMINANTES

3.1. Introdução.....	67
3.2. Breve História dos Dividendos.....	68
3.2.1. Os Primeiros Registos (Século XVI)	68
3.2.2. Os Dividendos no Século XVII	69
3.2.3. A Revolução Industrial e o <i>South Sea Act</i> (Século XVIII).....	72
3.2.4. O Renascimento dos Dividendos (século XIX)	74
3.2.5. Os Dividendos no Século XX	75
3.2.6. <i>Key-Points</i>	75
3.3. Análise Descritiva da Política de Dividendos	77
3.3.1. Evolução dos Dividendos em Portugal e no Mundo.....	78
3.3.1.1. A Evolução dos Dividendos num Contexto Internacional.....	80

3.3.1.2. Tendências Regionais	87
3.3.1.3. Os Países Emergentes.....	89
3.3.1.4. Portugal <i>versus</i> Europa.....	92
3.3.2. Padrões Comuns	100
3.3.2.1. A Análise de Lintner	101
3.3.2.2. Efeito Dimensão.....	105
3.3.2.3. Efeito País.....	106
3.3.2.4. Efeito Indústria.....	108
3.3.3. <i>Key-Points</i>	110
3.4. Conclusões	111
4. DIVIDENDOS: TEORIA E EVIDÊNCIA EMPÍRICA	
4.1. Introdução.....	113
4.2. A Teoria de Irrelevância dos Dividendos.....	114
4.2.1. Introdução	114
4.2.2. Teorema de Irrelevância de Miller e Modigliani (1961).....	116
4.2.3. As Imperfeições do Mercado.....	122
4.2.3.1. Incerteza.....	122
4.2.3.2. Impostos	123
4.2.3.3. Relações de Agência.....	123
4.2.4. <i>Key-Points</i>	124
4.3. Teoria Residual	125
4.4. A Fiscalidade e os Dividendos.....	127
4.4.1. Introdução	127
4.4.2. Os Argumentos Teóricos	128
4.4.2.1. As Primeiras Teorias.....	128
4.4.2.2. O Modelo de Equilíbrio Geral de Brennan (1970).....	130
4.4.2.3. O Modelo de Elton e Gruber (1970).....	134
4.4.2.4. A Hipótese de Arbitragem de Kalay (1982a)	135
4.4.2.5. A Introdução do Fator Risco.....	137
4.4.2.6. Algumas Teorias Alternativas	139
4.4.3. Evidência Empírica	140

4.4.3.1. Análise em torno do dia <i>Ex-Dividend</i>	140
4.4.3.2. Relação entre Retorno e <i>Dividend Yield</i>	152
4.4.3.3. A Fiscalidade em <i>Ex-Dividend</i> : um exemplo	156
4.4.4. A Realidade Portuguesa em <i>Ex-Dividend</i>	157
4.4.4.1. Introdução	157
4.4.4.2. A Segmentação do Sistema Fiscal Português	158
4.4.4.3. As Hipóteses.....	159
4.4.4.4. Metodologia.....	160
4.4.4.5. Os Resultados.....	161
4.4.4.6. Conclusões.....	164
4.4.5. <i>Key-Points</i>	165
4.5. A Teoria da Agência e os Dividendos.....	167
4.5.1. Introdução	167
4.5.2. As Relações de Agência	168
4.5.2.1. Acionistas <i>versus</i> Gestores.....	168
4.5.2.2. Acionistas <i>versus</i> Obrigacionistas	182
4.5.3. Evidência Empírica	184
4.5.3.1. A Hipótese de Sobreinvestimento de Jensen (1986).....	185
4.5.3.2. O Modelo <i>Trade-Off</i> de Rozeff (1982).....	189
4.5.3.3. A Hipótese de Monitorização do Mercado de Capitais.....	193
4.5.3.4. Interações entre a Política de Dividendos e outros Mecanismos de Monitorização	194
4.5.3.5. Política de Dividendos e os Conflitos entre Acionistas e Credores.....	198
4.5.4. <i>Key-Points</i>	200
4.6. A Teoria da Sinalização	202
4.6.1. Introdução	202
4.6.2. Informação Assimétrica e Dividendos.....	202
4.6.3. Modelos de Sinalização.....	204
4.6.4. Evidência Empírica	213
4.6.4.1. Relação entre Dividendos e Retornos	214
4.6.4.2. Relação entre Dividendos e Resultados Futuros	214
4.6.4.3. Relação entre Dividendos e Previsões dos Analistas	220
4.6.4.4. Outros Testes Alternativos.....	221
4.6.5. <i>Key-Points</i>	223
4.7. Outras Perspetivas.....	225
4.7.1. <i>Bird-in-the-Hand</i>	225

4.7.2. Perspetiva Comportamental.....	225
4.7.3. <i>Catering Theory</i>	229
4.7.4. Teorias do Ciclo de Vida	231
4.7.5. <i>Key-Points</i>	232
4.8. Conclusões	233

5. A RECOMPRA DE AÇÕES COMO ALTERNATIVA AOS DIVIDENDOS

5.1. Introdução.....	235
5.2. Modalidades de Recompra de Ações	239
5.2.1. Recompras em Mercado Aberto (<i>Open Market Repurchases</i>).....	239
5.2.2. Operações Públicas de Recompra (<i>Tender Offers</i>)	240
5.2.3. Leilões à Holandesa (<i>Dutch Auction</i>).....	241
5.2.4. Opções de Venda Transferíveis (<i>Transferable Put Rights</i>).....	242
5.2.5. <i>Key-Points</i>	244
5.3. Teorias sobre Recompras de Ações	245
5.3.1. Motivações Fiscais	245
5.3.2. Sinalização e Subavaliação	247
5.3.3. Teoria da Agência	252
5.3.4. Outras Explicações.....	253
5.3.5. <i>Key-Points</i>	255
5.4. A Reação do Mercado às Recompras de Ações	256
5.4.1. Evidência Empírica	256
5.4.2. <i>Key-Points</i>	267
5.5. <i>Case-Study</i> : O Caso da Zon Multimédia	269
5.5.1. Introdução	269
5.5.2. Caracterização da Empresa	269
5.5.2.1. História.....	269
5.5.2.2. Estrutura Acionista.....	270
5.5.2.3. Resultados e Comportamento Bolsista	271
5.5.2.4. Política de Dividendos	272
5.5.3. O Programa de Recompra de Ações	273
5.5.3.1. Objetivos e Caracterização.....	273
5.5.3.2. Cronologia e Volumes das Ações Recompradas.....	275
5.5.3.3. Motivações do Programa de Recompra	276
5.5.3.4. Reações ao Programa de Recompra de Ações	277
5.5.4. <i>Key-Points</i>	279

5.6. Recompras de Ações em Portugal.....	280
5.7. Conclusões	282
5.8. Anexo: Modelo de Recompra de Ações de Vermaelen (1981)	284
6. PERSPETIVAS FUTURAS SOBRE OS DIVIDENDOS	
6.1. Introdução.....	289
6.2. Padrões Recentes de Evolução	290
6.2.1. Dividendos como Elemento de um Sistema de Governo das Empresas.....	290
6.2.2. Dividendos como Selo de Qualidade dos Resultados Apresentados	293
6.2.3. Dividendos e Políticas de Comunicação com Investidores.....	294
6.2.4. Dividendos e Crescimento da Empresa.....	294
6.2.5. Dividendos Enquanto Fator de Seletividade.....	295
6.3. Conclusões e <i>Key-Points</i>	296
7. O PAPEL DOS DIVIDENDOS NA ATUAL CRISE FINANCEIRA (E NO FUTURO)	
7.1. Introdução.....	299
7.2. A Crise Financeira: 2007-2012.....	300
7.3. Para quando o Regresso dos Dividendos?	305
7.3.1. Retoma de uma Política de Dividendos: Os Prós.....	306
7.3.1.1. A Retoma Pós-Crise	306
7.3.1.2. A Redução da Dívida Líquida.....	307
7.3.1.3. Oportunidades de Crescimento.....	308
7.3.1.4. Investimento Atrativo	308
7.3.2. Retoma de uma Política de Dividendos: Os Contras.....	310
7.3.2.1. Contexto Macroeconómico	310
7.3.2.2. Enquadramento Fiscal	310
7.3.2.3. Mecanismos Alternativos	311
7.3.3. <i>Key-Points</i>	312
8. COMO DEFINIR A POLÍTICA DE DIVIDENDOS? SÍNTESE E CONCLUSÕES FINAIS	
8.1. Introdução.....	313
8.2. Os Fatores Determinantes.....	314
8.2.1. Sustentabilidade.....	314
8.2.2. Crescimento.....	315

ÍNDICE GERAL

8.2.3. Preferências.....	315
8.2.4. Sector de Atividade.....	315
8.2.5. Avaliação do Mercado.....	316
8.2.6. Estrutura Acionista e de Gestão	316
8.3. O Algoritmo de Decisão.....	317
8.3.1. Caracterização da Empresa	318
8.3.2. Estrutura Acionista / Societária.....	318
8.3.3. Expetativas quanto à Evolução do Negócio	319
8.3.4. Política de Dividendos	319
8.4. Conclusões Finais.....	320
Anexo.....	322
Referências Bibliográficas	325
Bibliografia.....	333

PREFÁCIO

Não é habitual em Portugal a produção de trabalhos de investigação sobre o tema de operações relativas à rendibilidade alternativa entre dividendos e recompra de ações.

A metodologia empregue foi muito interessante e resultou de um trabalho de investigação profundo, com a preocupação de ser orientado à aplicação prática.

Enquadra os aspetos históricos, apresenta as bases das teorias explicativas sobre o comportamento das empresas e dos investidores, incluindo a resolução de possíveis conflitos de interesse ou fiscalidade, passando pela teoria do ciclo da vida e incluindo análises concretas tendo em vista a explicitação da realidade.

Tiveram os autores a preocupação de identificar as condicionantes que devem ser tomadas em consideração na definição de uma Política de Dividendos, assente num algoritmo disponível através de software customizado.

Trata-se, portanto, de uma obra excelente que utilizou uma ampla e consistente bibliografia e que não ficou apenas no domínio científico, tendo aplicação imediata.

Muitos parabéns aos autores, Jorge Farinha e Miguel Soro, pelo notável trabalho.

Ricardo Espírito Santo Salgado
Presidente Executivo
Banco Espírito Santo

1. INTRODUÇÃO

1.1. IMPORTÂNCIA

*“Do you know the only thing that gives me pleasure? It’s to see my dividends coming in.”*¹

John D. Rockefeller

Não é seguramente possível medir de uma forma objetiva a importância dos dividendos para as empresas, investidores ou para a sociedade em geral. Todavia, uma simples pesquisa *on-line* do termo *dividends* no motor de busca Google.com² revela cerca de 18 milhões de resultados. Não sendo porventura um tema tão popular quanto o do crédito (*debt* traz cerca de 140 milhões de referências), ou dos lucros (*profit* apresenta perto de 420 milhões), é, ainda assim, um tópico com uma popularidade assinalavelmente próxima, por exemplo, da do jogador de futebol Cristiano Ronaldo (21 milhões de referências) ou do treinador José Mourinho (6 milhões), os melhores do mundo em 2008 e 2010, respetivamente, nas suas áreas de atuação. Na esfera financeira, em comparação, os dois índices acionistas possivelmente mais importantes em todo o mundo (o S&P500 e o *Dow Jones*) apresentam uma popularidade inferior à dos dividendos (apenas 11 ou 18 milhões de referências, respetivamente). Por seu lado, as mais-valias (*capital gains*, a tradicional companhia dos dividendos) não conseguem melhor do que uns meros 13 milhões de referências.

1. *Sabem qual é a única coisa que me dá prazer? É ver os meus dividendos a aparecer.*

2. Em janeiro de 2011.

Os dividendos fazem também parte da linguagem corrente do cidadão mais comum, não se cingindo deste modo apenas à gíria dos financeiros, investidores ou outros grupos profissionais de algum modo ligados ao meio dos negócios. Por exemplo, num comentário sobre potenciais alianças políticas propostas por um conhecido político português, o cronista João Cândido da Silva referia que essa “tática pode trazer dividendos”³. Um *website* de nutricionismo mencionava recentemente que o consumo de aveia pode “trazer dividendos nutricionais para a saúde”⁴. E mesmo no domínio do futebol a expressão é amplamente usada, como pode ser testemunhado pela convicta afirmação de um bloguista de um site desportivo⁵ de que “jogar em contra-ataque, sem pressão, poderá trazer dividendos ao Cinfães”.

Traço comum à utilização do termo dividendos nestes contextos tão diferentes é a associação que nos habituamos a fazer desta palavra ao conceito de sucesso. Dividendos são deste modo vistos como que um corolário do sucesso de qualquer iniciativa, económico-financeira ou não. Esperam-se deste modo dividendos quando se têm lucros, queremos retirar dividendos quando alcançamos algum tipo de triunfo. A distribuição do resultado de um sucesso parece ser deste modo a consequência natural do êxito alcançado. Quase se pode concluir que o objetivo último de uma iniciativa seja a posterior partilha dos respetivos resultados por entre os seus promotores.

No plano científico, o tema dos dividendos é talvez um dos mais estudados na área das Finanças Empresariais. Cerca de 238 mil artigos (!) encontram-se recensados num motor de busca especializado em literatura científica⁶. O debate académico sobre dividendos intensificou-se particularmente desde a publicação de um artigo seminal por John Lintner em 1956 (Lintner, 1956), ao qual se seguiram numerosos estudos em diversas áreas e direções, com especial realce para o trabalho de dois autores, Miller e Modigliani, nos anos 1958 e 1961. Ambos os investigadores foram galardoados posteriormente com o Prémio Nobel da Economia por estes e outros contributos para o desenvolvimento da ciência económica,

3. In *Jornal de Negócios*, “Uma ‘tampa’ anunciada”, 27 de janeiro de 2011, João Cândido da Silva.

4. Referido em www.paraemagrecer.net, 10 de outubro de 2008.

5. Citado em www.zerozero.pt, 10 de setembro de 2010.

6. Scholar.google.com, janeiro de 2011.

Franco Modigliani em 1985 e Merton Miller em 1990. Só no *Journal of Finance*⁷, uma referência reconhecidamente de topo na investigação científica nas Finanças e que é publicado desde 1946, o tema dividendos aparece no título de 382 artigos, uma bonita média de cerca de seis artigos por ano durante 64 anos.

Não obstante a avultada dimensão da pesquisa científica sobre o tema, os dividendos mantêm ainda alguma aura de mistério e de desconhecido. Fischer Black (Black, 1976) famosamente observou que

*“...the harder we look at the dividend picture, the more it seems like a puzzle, with pieces that don't fit together...”*⁸

Na base desta observação está o reconhecimento de que, não obstante a existência de fatores fiscais que tornam geralmente os dividendos desaconselháveis em relação a alternativas como recompras de ações ou outras, uma importante parte das empresas mantém a prática de pagamento de apreciáveis volumes de dividendos. Uma outra vertente desse *puzzle* reside na natureza ambígua da relação entre o valor de uma empresa e a sua política de dividendos. Parafraseando Black (1976),

*“What should the individual investor do about dividends in his portfolio? We don't know. What should the corporation do about dividend policy? We don't know.”*⁹

Com tão escasso consenso nos meios científicos, é deste modo pouco surpreendente que os dividendos sejam deste modo também um tema que tem sido alvo de particular e regular controvérsia tanto nos meios económico-financeiros como políticos, um pouco por todo o mundo.

Portugal não é exceção a esse respeito. Por exemplo, em novembro de 2010, o Governo português acusou a Portugal Telecom de pagar antecipadamente

7. <http://www.afajof.org/>

8. *Quanto mais arduamente olhamos para o quadro dos dividendos, mais este parece um quebra-cabeças com peças que muito simplesmente não encaixam uma nas outras.*

9. *O que deve fazer um investidor em relação aos dividendos da sua carteira de investimentos? Não sabemos. O que deve fazer uma empresa em relação à sua política de dividendos? Não sabemos.*

dividendos extraordinários resultantes da venda de uma sua subsidiária como uma forma de evitar o agravamento da tributação de dividendos prevista para o ano de 2011¹⁰. Em contraste, o presidente do Banco Espírito Santo de Investimento afirmou a sua concordância com tal decisão por parte da empresa, a qual associou ao “dever fiduciário desta para com os seus acionistas” e ao facto de a PT estar cotada em Nova Iorque¹¹. Em 2 de dezembro de 2010, o líder parlamentar do Partido Socialista ameaçou demitir-se “por causa da polémica dos dividendos”¹².

De igual forma, mas por outros motivos, o governador do Banco de Portugal aconselhou em janeiro de 2011 os bancos nacionais a não distribuírem dividendos em 2011 de forma a salvaguardarem um adequado reforço de capitais próprios no contexto da crise financeira que assolou o sector financeiro em 2010. Esse conselho foi bem acolhido por alguns dos bancos visados (BPI¹³), mas não por todos (BES¹⁴).

Difícil será disputar a importância dos dividendos medidos pelo valor global destes em termos anuais. Em 2011, as empresas constituintes do índice S&P500 nos EUA pagaram um total de 243 mil milhões USD, valor quase equivalente ao máximo registado nos últimos 8 anos no ano de 2007 (com cerca de 250 mil milhões USD). Em Portugal, desde o ano de 2005 que as empresas inseridas no PSI20 têm vindo a distribuir cada vez mais dividendos, tendo, por um lado, em 2010 quase atingido cerca de 4% do valor da capitalização bolsista da praça nacional, uma das taxas mais elevadas na Europa¹⁵, e, por outro lado, em 2011, o valor total de dividendos distribuídos ter estado muito próximo dos 4 mil milhões EUR.

A importância dos dividendos também pode ser apreciada pela forma como os mercados de capitais geralmente reagem ao anúncio de dividendos inesperadamente elevados ou baixos. Por exemplo, a 4 de março de 2009, a Zon anunciou

10. Citado em *Diário Económico Online*, 16 de dezembro de 2010.

11. Citado em *Jornal de Negócios*, 9 de novembro de 2010.

12. Referência à possibilidade de o Partido Socialista votar favoravelmente o projeto apresentado pelo Partido Comunista Português que visava tributar a antecipação de dividendos por parte das empresas portuguesas em 2010. Citado em *Diário Económico*, 2 de dezembro de 2010.

13. O CEO do BPI, Fernando Ulrich, considerou em 26 de janeiro de 2011 que o não pagamento de dividendos iria “beneficiar todos os acionistas” (citado em *Jornal de Negócios*).

14. O Banco Espírito Santo anunciou em 27 de janeiro de 2011 que iria manter uma política de dividendos, ainda que “moderada” (citado em *Jornal de Negócios*).

15. Fonte: Paulo Moutinho, *Jornal de Negócios*, 4 de março de 2010.

a intenção de pagar um dividendo de 16 cêntimos. O anúncio desse dividendo “surpreendeu as estimativas”¹⁶ do mercado, levando as ações a valorizar nesse dia mais de +3%¹⁷. Mas também as más notícias são penalizadas: o anúncio pelo BPI, em 23 de janeiro de 2009, de um corte de 63% no dividendo a distribuir¹⁸ acarretou uma descida de cerca de -2% nas cotações deste banco.

Ao nível das ofertas de produtos de investimento, a existência de um elevado número de Fundos de Investimento especializados em ações pagadoras de altos dividendos atesta também o elevado interesse e atenção que muitos investidores e sociedades gestoras de fundos de investimento prestam em relação às políticas de dividendos. Alguns exemplos internacionais de numerosos ETF (*Exchange Traded Funds*) especializados em empresas com elevados níveis de pagamento de dividendos incluem os seguintes¹⁹:

16. Fonte: Paulo Moutinho, *Jornal de Negócios*, 4 de março de 2009.

17. Fonte: Yahoo Finance.

18. Fonte: Nuno Carregueiro, *Jornal de Negócios* (23 de janeiro de 2009) e www.bpi.pt.

19. Fonte: Etf.stock-encyclopedia.com

DIVIDENDOS E RECOMPRA DE AÇÕES

Claymore/BBD High Income Index ETF (LVI)	WisdomTree Europe High-Yielding Equity Fund (DEW)
Claymore/SWM Canadian Energy Income Index ETF (ENY)	WisdomTree Europe Small Cap Dividend Fund (DFE)
Claymore/Zacks Dividend Rotation ETF (IRO)	WisdomTree High-Yielding Equity Fund (DHS)
Claymore/Zacks International Multi-Asset Income Index ETF (HGI)	WisdomTree International Dividend Top 100 Fund (DOO)
Claymore/Zacks Multi-Asset Income Index ETF (CVY)	WisdomTree International Large Cap Dividend Fund (DOL)
First Trust DJ STOXX Select Dividend 30 Index Fund (FDD)	WisdomTree International MidCap Dividend Fund (DIM)
First Trust Dow Jones Global Select Dividend Index Fund (FGD)	WisdomTree International Small Cap Dividend Fund (DLS)
First Trust Morningstar Dividend Leaders Index Fund (FDL)	WisdomTree Japan High-Yielding Equity Fund (DNL)
First Trust Value Line Dividend Index Fund (FVD)	WisdomTree Japan Small Cap Dividend Fund (DFJ)
iShares Dow Jones International Select Dividend Index Fund (IDV)	WisdomTree Japan Total Dividend Fund (DXJ)
iShares Dow Jones Select Dividend Index Fund (DVY)	WisdomTree Large Cap Dividend Fund (DLN)
Middle East Dividend Fund (GULF)	WisdomTree MidCap Dividend Fund (DON)
Powershares Dividend Achievers Portfolio Fund (PFM)	WisdomTree Pacific ex-Japan High-Yielding Equity Fund (DNH)
Powershares High Yield Equity Dividend Achievers Portfolio Fund (PEY)	WisdomTree Pacific ex-Japan Total Dividend Fund (DND)
Powershares International Dividend Achievers Portfolio Fund (PID)	WisdomTree Small Cap Dividend Fund (DES)
SPDR S&P Dividend ETF (SDY)	WisdomTree Total Dividend Fund (DTD)
SPDR S&P International Dividend ETF (DWX)	Claymore CDN Dividend & Income Achievers ETF (CDZ-TSX)
Vanguard Dividend Appreciation ETF (VIG)	Claymore Global Monthly Advantaged Dividend ETF (CYH-TSX)
Vanguard High Dividend Yield ETF (VYM)	iShares CDN Dividend Index Fund (XDV-TSX)
WisdomTree DEFA High-Yielding Equity Fund (DTH)	iShares CDN Income Trust Sector Index Fund (XTR-TSX)
WisdomTree Dividend Top 100 Fund (DTN)	iShares DJ Euro STOXX Select Dividend Fund (IDVY-LSE)
WisdomTree Emerging Markets High-Yielding Equity Fund (DEM)	iShares FTSE UK Dividend Plus Fund (IUKD-LSE)
WisdomTree Emerging Markets Small Cap Dividend Fund (DGS)	

Finalmente, a importância dos dividendos também pode ser apreciada pela profusão de *websites* dedicados a fornecer todo o tipo de informações e conselhos sobre dividendos. Alguns dos principais são listados no quadro seguinte:

Website	Características
http://www.Dividendinvestor.com/	<i>Website</i> que permite a escolha de ações de acordo com critérios que incluem as políticas de dividendos, assim como o acesso a uma base de dados com informação histórica de cerca de 20 anos relativamente a dividendos de empresas cotadas em diversas bolsas americanas (NYSE®, NASDAQ®, AMEX® e OTCBB®)
http://www.Dividendsanonymous.com/	Um <i>site</i> de uma comunidade de investidores com interesse em dividendos que inclui diversos artigos e notícias potencialmente relevantes para investidores com interesse em ações que pagam dividendos. Também apresenta um <i>blog</i> , <i>newsletter</i> e <i>links</i> para outros <i>websites</i> sobre dividendos.
http://www.thediv-net.com/	Um <i>site</i> que procura criar uma rede de investidores focados nos dividendos, numa perspectiva de investimento de longo prazo (<i>buy-and-hold</i>).
http://www.Dividend.com/	Um <i>site</i> de uma comunidade de investidores focalizados em estratégias de investimento assentes em dividendos, e filosofias de <i>value-investing</i> e estratégias <i>buy-and-hold</i> .
http://Dividendsvalue.com/	<i>Blog</i> de aconselhamento financeiro baseado em análise fundamental de ações com vista à deteção de oportunidades superiores de investimento que incluem critérios assentes em políticas de dividendos.
http://www.Dividendgrowthinvestor.com/	<i>Blog</i> especializado em artigos na análise e recomendação de investimento em ações que proporcionam elevados e crescentes dividendos.
http://www.Dividendtree.net/	<i>Blog</i> de aconselhamento em carteiras de ações com enfoque no crescimento dos dividendos futuros. Permite o acompanhamento contínuo da carteira ideal de investimentos proposta pelo autor do <i>blog</i> .
http://www.theDividendguyblog.com/	<i>Blog</i> de aconselhamento em estratégias de investimento assente em políticas de elevados dividendos.

1.2. AS QUESTÕES

Equacionada a importância incontestada dos dividendos, estas são algumas das questões fundamentais que poderemos colocar em relação aos dividendos.

Porque são pagos dividendos?

O que leva as empresas a decidir iniciar o pagamento de dividendos ou a prosseguir a sua distribuição? O que está por detrás da decisão de algumas firmas de interromper completamente o pagamento de dividendos quando em circunstâncias semelhantes outras apenas decidem uma redução parcial (veja-se, respetivamente, o exemplo recente dos anúncios do BPI e BES em janeiro de 2011)? O que leva a comportamentos de distribuição de resultados distintos entre empresas cotadas e não cotadas (i.e., de capital fechado ou familiar)?

Os dividendos influenciam o valor da empresa?

Poderemos racionalmente equacionar a existência de uma ligação efetiva entre a criação de valor numa empresa e as características das suas políticas de dividendos? Se essa relação existe, ela será na verdade positiva ou negativa?

Existe alguma preferência pelos dividendos?

O que sabemos nós sobre as atitudes dos investidores em relação às políticas de dividendos das empresas? Existe algum tipo de preferência generalizada por distribuições de resultados? Ou será que eventuais preferências se circunscrevem a determinados perfis de investidores? E, caso existam, serão essas preferências estáveis no tempo ou antes poderão variar com a conjuntura económica e bolsista? Conseguiremos detetar algum tipo de enviesamentos psicológicos em relação aos dividendos que ditem certo tipo de comportamentos dos investidores em relação a esse fenómeno?

Forma de cativar o investidor?

Existirá alguma forma de aumentar a atratividade de uma empresa através da cativação de investidores por meio de uma determinada política de dividendos? Essa eventual capacidade de tornar a empresa mais apelativa a investidores traz algum tipo de benefícios materiais (por exemplo, maior liquidez ou valorização das suas ações)?

A política de dividendos é inócua?

Será que todo o debate relativo aos dividendos acaba por redundar na conclusão de um caráter inócua para a política de distribuição de resultados? Haverá uma real capacidade de influenciar o valor ou atitudes dos investidores através dos dividendos?

Iremos procurar desenvolver durante os próximos capítulos resposta a estas e outras questões.

1.3. OS DESTINATÁRIOS

A presente obra dirige-se a um público diversificado que inclui os investidores (institucionais, empresariais ou individuais), os agentes e consultores financeiros, os estudantes e docentes da área das Finanças e, naturalmente, os gestores de empresas, seja qual for a dimensão e características destas (grandes ou pequenas, cotadas ou familiares). Procurou-se que este texto agradasse a gregos e troianos, não só para os que pretendem uma visão mais geral sobre esta temática mas também para os que (como os estudantes de pós-graduação em termos de MBA, mestrados em Finanças ou Gestão e mesmo como obra de consulta para alunos de doutoramento em Finanças) procuram em certos aspetos um nível de aprofundamento mais adequado aos seus interesses de desenvolvimento pessoal ou investigação. Para uns e para outros este livro apresenta secções e material de diferente complexidade que se poderá ajustar à natureza também naturalmente diversificada dos seus interesses. E de forma a facilitar a condução da leitura,

iremos assinalar, no início de cada capítulo, o grau de complexidade e profundidade do tema em análise, orientando assim cada leitor, de acordo com as suas preferências e o seu nível de curiosidade.



Leitura acessível para leitores sem especial formação nas áreas financeiras



Leitura que requer alguma formação básica em matérias financeiras



Leitura para profissionais e especialistas em questões financeiras

1.4. ESTRUTURA DO LIVRO

O resto do presente livro está organizado em sete partes distintas.

O Capítulo 2 apresenta de uma forma sistemática os conceitos fundamentais associados às políticas de dividendos e as principais características institucionais dos mecanismos através dos quais as empresas distribuem resultados entre os seus acionistas ou sócios.

No Capítulo seguinte são passadas em revista as origens históricas dos dividendos, alguns dos padrões que têm vindo a ser empiricamente evidenciados, assim como uma síntese dos principais fatores que se têm documentado como estando correlacionados com as políticas de dividendos.

O Capítulo 4 estabelece de uma forma sistemática o quadro teórico e concetual da relação entre dividendos e valor, assim como a sistematização das principais teorias científicas que têm vindo a ser propostas no domínio das políticas de dividendos. Essa resenha concetual é complementada pela apresentação e súmula da principal evidência empírica de suporte às várias teorias existentes.

No Capítulo 5, as recompras de ações são apresentadas enquanto mecanismo alternativo aos dividendos, realçando não apenas as suas características especiais como também os diversos modelos teóricos propostos para a explicação das suas causas e efeitos diferenciados em relação aos dividendos, sem esquecer,

naturalmente, a evidência empírica existente. Em complemento, é apresentado o estudo de um caso de uma empresa portuguesa que iniciou um programa de recompra de ações.

As mais recentes considerações teóricas e empíricas são apresentadas no Capítulo 6, no sentido de clarificar as linhas tendenciais mais recentes que têm sido observadas e discutidas a propósito deste vasto, polémico e multifacetado tema.

No Capítulo 7 procuramos expor o papel que os dividendos desempenharam e que poderão eventualmente assumir no âmbito do atual clima económico mundial. Neste ponto, procurou-se identificar os fatores que favorecem uma retoma dos dividendos, bem como os aspectos a ter em consideração e que defendem uma posição mais moderada.

Esta obra encerra no Capítulo 8, onde, de uma forma sumária e clara, os autores procuraram sintetizar toda a investigação existente, através da identificação de um conjunto restrito de fatores determinantes a levar em conta no processo de definição de uma política de dividendos. Neste capítulo final será também apresentado um algoritmo construído exclusivamente para esta publicação e que não é mais do que a aplicação material do trabalho desenvolvido.

Por forma a ser mais fácil reter e sistematizar as principais conclusões de cada secção, inclui-se no final de cada um dos capítulos seguintes uma lista dos *Key-Points* julgados mais essenciais.

2. PRINCIPAIS CONCEITOS

2.1. INTRODUÇÃO

É consensual a ideia de que uma empresa, na sua definição contemporânea, procurando maximizar o lucro, desenvolve a sua atividade assente em dois grandes pilares de atuação: as decisões de investimento e as decisões de financiamento. As decisões de investimento, que condicionam e compõem o ativo das organizações (o lado esquerdo do Balanço), incorporam em cada momento a forma como os recursos são aplicados, seja no alargamento da atividade, na compra de uma nova máquina ou mesmo na aquisição de um concorrente. Com base no plano de investimentos, a empresa tem de agregar recursos para permitir a sua execução: estamos a falar das decisões de financiamento. Aqui, o gestor estabelece o mecanismo pelo qual financia os seus investimentos, seja através de um aumento de capital, por reinvestimento dos *cash-flows* gerados, ou ainda através de emissão de obrigações ou empréstimos bancários.

Se a empresa distribuir uma parte dos resultados obtidos sob a forma de dividendos, isso pode influenciar as decisões de financiamento e por consequência a política de investimento. Admitamos uma empresa que necessita da totalidade dos recursos gerados para financiar novos projetos de investimento que considera rentáveis. Se a empresa definiu uma política de distribuir aos acionistas 50% dos lucros gerados, então terá de repensar ou a sua decisão de financiamento ou a sua política de investimento.

Curiosamente, esta constatação que nos parece evidente foi desenvolvida a partir de um brilhante trabalho (apresentado em 1961) de dois autores, Modigliani e Miller, laureados alguns anos depois com o prémio Nobel da Economia, e que apresentaram a tese de que, sob determinadas condições, as decisões de financiamento e de investimento são independentes e que a única fonte de geração de riqueza é a incorporação de projetos criadores de valor. Ou seja, a política de dividendos (pretende-se dizer a política de distribuição ou pagamento que a equipa de gestão segue quanto à determinação da dimensão e forma de distribuição aos acionistas ao longo do tempo) é irrelevante na determinação do valor da empresa.

Sabemos, no entanto, que a realidade é bem diferente. As empresas distribuem dividendos, e optam por manter um padrão de distribuição sustentado e estável ao longo do tempo. Os gestores têm deste modo a perceção que o acionista valoriza o dividendo, mesmo num contexto onde o dividendo é mais tributado por comparação a outras formas de remuneração. Tendo por base a reação dos investidores, os gestores evitam também reduzir ou anular o nível de *payout*, optando por essa solução apenas em última instância. Da mesma forma, o início da distribuição de dividendos apenas surge quando os gestores entendem ser capazes de manter esse padrão de distribuição durante longos anos.

Esta evidência, corroborada por um vasto número de estudos empíricos apresentados sob diversos contextos temporais e geográficos²⁰, demonstra que a temática dos dividendos está longe de se afigurar como irrelevante, permanecendo mesmo como um dos maiores desafios de interpretação no panorama das finanças empresariais.

Neste capítulo introdutório, serão dados os primeiros passos sobre a temática dos dividendos. Em primeiro lugar, iremos abordar as políticas de distribuição de resultados sob um ponto vista concetual, tentando encontrar uma definição clara e concisa. Em segundo lugar, serão apresentadas as diversas formas que as políticas de dividendos podem assumir, encontrando para os diversos casos e sempre que possível uma ilustração prática, bem como as diferentes métricas que habitualmente são utilizadas. Em terceiro lugar, abordaremos não só quais os indicadores mais utilizados para medir os dividendos mas também os momentos mais importantes no desenrolar do ciclo de distribuição de dividendos, desde o dia do seu anúncio ao momento da sua distribuição efetiva. Em seguida, apresentaremos as restrições legais e contratuais que permanecem sobre esta forma de distribuição. Por último,

20. Iremos aprofundar com o merecido detalhe a evidência empírica desenvolvida em torno dos dividendos, no Capítulo 4.

centraremos a nossa atenção na evolução do enquadramento fiscal que tem acontecido nos últimos anos, quer em Portugal, quer noutros países desenvolvidos.

2.2. CONCEITOS BÁSICOS



2.2.1. COMO SE DEFINEM OS DIVIDENDOS?

No mundo das finanças empresariais, o objetivo primário de qualquer empresa é a maximização do valor para o seu acionista. E quando as empresas obtêm o que está na origem desse valor, os resultados (lucros), podem fazer uma de três coisas: distribuir os resultados gerados pelos acionistas, incorporar os lucros no negócio reinvestindo-os (através de desenvolvimento de novos projetos, redução de dívida ou recompra de ações), ou fazer ambas as coisas. Quando uma parte do lucro é paga aos acionistas, esse pagamento é conhecido, no seu conceito mais lato, como dividendo.

O nome dividendo, ou em inglês, dividend, surge da operação aritmética da divisão, sendo que se $a/b=c$, então a é o numerador (dividend), b é o denominador (divisor) e c é o quociente (quotient). Curiosamente, nos Estados Unidos da América, as Associações Mutualistas (Credit Unions) normalmente utilizam o termo dividend quando se referem ao juro que pagam aos seus depositantes. Apesar de na verdade os juros não serem dividendos, nem sequer terem um tratamento fiscal idêntico, o que é facto é que como os depositantes são os mutualistas, então os juros acabam por estar a ser pagos aos seus acionistas. No Reino Unido, as Associações Cooperativas utilizam também o termo dividendo quando efetuam pagamentos no âmbito dos resultados obtidos. Neste caso, o conceito parece ser corretamente utilizado, ainda que com a ressalva do facto de, ao contrário das organizações privadas, no caso das Cooperativas, os dividendos serem distribuídos não em função da participação mas antes em função do investimento realizado.

Um dividendo não é mais do que uma distribuição aos acionistas dos resultados gerados pela empresa, durante um determinado período de tempo (usualmente um trimestre ou um ano), sendo essa distribuição executada com base num ativo real e calculada em função da proporção da participação de cada acionista. O dividendo é assim caracterizado por três fatores principais:

1. **Relação com lucros:** o primeiro fator está relacionado com o que provoca a distribuição dos dividendos. É um lugar-comum na maior parte das economias desenvolvidas e também em alguns mercados emergentes que os dividendos apenas podem ser distribuídos tendo por base a existência de resultados gerados. Dito de outra forma, uma empresa tem, antes de mais, definir a sua política de dividendos em função da expectativa futura da criação de resultados. Se a empresa gerar resultados, então pode decidir-se pela sua distribuição;
2. **Existência de um ativo subjacente:** o dividendo tem também de ser materializado num ativo para poder ser distribuído. O método mais tradicional de distribuição é sob a forma de dinheiro (dividendo monetário), conhecido no mundo empresarial como *cash-dividend*²¹. Como iremos ver mais à frente, existem outras formas de distribuição, como é o caso da recompra de ações, mas todos os mecanismos garantem este princípio da materialidade;
3. **Princípio de proporcionalidade:** por último, o dividendo é distribuído a cada acionista de acordo com a sua participação. Exemplificando, se a empresa definir um dividendo de 0,3 EUR por ação, e se o investidor possuir 1000 ações, então irá receber 300 EUR.

2.2.2. TIPOS DE DIVIDENDOS

A forma mais usual de distribuir dividendos é aquela que se baseia no pagamento de um valor, em moeda local, de uma forma regular, de acordo com a apresentação dos resultados da empresa, quer sejam anuais ou mesmo trimestrais.

21. A partir deste primeiro capítulo, utilizaremos o termo dividendo para significar a distribuição de resultados sob a forma de dinheiro, ou seja, *cash-dividend*.

Podemos, todavia, encontrar outros formatos de distribuição de resultados, não só quanto à forma como são materializadas mas também quanto à sua frequência de distribuição.

2.2.2.1. Quanto à Forma de Distribuição

2.2.2.1.1. Em Dinheiro (*Cash-Dividends*)

Os dividendos pagos em dinheiro constituem a forma tradicional na maior parte das economias, independentemente do seu enquadramento fiscal. Usualmente, neste caso, a empresa define um valor a pagar por ação, sendo o montante entregue a cada acionista calculado através de uma mera multiplicação entre o dividendo por ação e o número de ações que possui. Vejamos, em seguida, o exemplo da Brisa Auto Estradas de Portugal SA.

Ilustração 1. *Cash-Dividends*: o caso da Brisa (2010)

Brisa

BRISA – AUTO ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.
SOCIEDADE ABERTA

Sede: Quinta da Torre da Aguilha – Edifício BRISA – 2785-599 S. Domingos de Rana
 Matriculada na C.R.C. de Cascais com o número único de matrícula e de pessoa colectiva 500 048 177
 Capital Social: EUROS 600 000 000

PAGAMENTO DE DIVIDENDOS
EXERCÍCIO DE 2009

Nos termos legais, avisam-se os Senhores Accionistas que, na sequência da aprovação da proposta de distribuição de resultados na Assembleia Geral Anual realizada a 26 de Março de 2010, estará a pagamento, a partir do próximo dia 26 de Abril de 2010, o dividendo relativo ao exercício de 2009, com os seguintes valores por acção:

Valor Mobiliário	BRIAM
Dividendo Bruto	€ 0,31
IRSR/IRC (20,0%)	€ 0,062
Dividendo Líquido	€ 0,248

O agente pagador nomeado para o efeito é o Banco Comercial Português, S.A.
 A partir de dia 21 de Abril inclusivé, a acção passará a ser transaccionada sem direito a dividendo.
 De acordo com os regulamentos em vigor, o pagamento dos dividendos será efectuado através da Central de Valores Mobiliários.

S. Domingos de Rana, 01 de Abril de 2010.

BRISA – AUTO-ESTRADAS DE PORTUGAL, S.A.
 Administração

Neste comunicado, a Administração da Brisa confirma o pagamento aos seus acionistas de um dividendo em dinheiro de 0,31€ por ação, ou ainda, 0,248€ por ação depois da fiscalidade. Assim, um investidor com 10 mil ações Brisa recebeu em 2010 2.480 € de dividendos líquidos de impostos.

Fonte: <http://www.cmvv.pt>

2.2.2.1.2. Em Ações (*Stock Dividends*)

Para além da distribuição de dividendos em dinheiro, as empresas por vezes optam por distribuir novas ações aos seus acionistas. Esta forma de distribuição prevê que cada acionista receba novas ações, sem que a sua participação no capital da empresa se altere, em termos relativos. Apesar de alguns autores considerarem que a utilização desta forma de distribuição pode sinalizar um adiamento da distribuição de *cash-dividends*, outros consideram este mecanismo apenas como uma mera estratégia de cosmética. Todavia, a evidência empírica, como iremos descrever mais à frente, associa esta forma de distribuição a boas notícias, relatando um comportamento positivo na evolução da cotação do ativo subjacente.

Ilustração 2. *Stock Dividends*: o caso do Millennium BCP (2011)



Esta notícia, retirada do Diário Económico do dia 2 de fevereiro de 2011, relata que será proposto pela Administração do Millennium BCP um pagamento do dividendo não em dinheiro mas através da entrega de novas ações aos seus acionistas.

Fonte: Diário Económico (2-fev-2011)

2.2.2.1.3. Em Espécie (*Property Dividends*)

Desde o primeiro registo conhecido de distribuição de dividendos por uma empresa até aos dias de hoje, muitos métodos de distribuição foram utilizados.

Dividendos e Recompra de Ações

Quando, em janeiro de 2011, Jorge Farinha e Miguel Soro introduziram o termo dividendo no motor de busca da Google.com, este devolveu-lhes cerca de 18 milhões de resultados. Terá de nos devolver, a partir de agora, pelo menos mais um: a sua obra “Dividendos e Recompra de Ações – da teoria à prática”. Bem organizado, e muito bem escrito, não lhe escapa nada em matéria de dividendos: a teoria e a evidência empírica (os números), a prática (os casos), a importância da fiscalidade e dos conflitos de interesses (acionistas, gestores, obrigacionistas), as várias áreas do mundo (com especial atenção a Portugal), o passado e o futuro previsível, a crise financeira em que nos encontramos mergulhados. Apresenta uma proposta (a compra de ações próprias como alternativa à distribuição de dividendos) e oferece a quem tem de decidir um algoritmo de decisão. Cuida do fácil e do difícil, “para gregos e troianos”. Vai ficar como uma obra da referência, imprescindível.

Daniel Bessa (Diretor Geral da Cotec e Professor Universitário)

“O livro que nos é oferecido pelos autores Jorge Farinha e Miguel Soro goza de qualificações que apraz registar: de uma leitura simples e transparente, com um cuidado na pedagogia ímpar, com um rigor científico e detalhe notáveis, este livro dá um contributo muito significativo sobre o tema na forma e no conteúdo. Será difícil encontrar algum tema relacionado com os dividendos que não esteja coberto neste livro de largo espetro. Recomendo-o a investidores, profissionais do mercado financeiro, administradores de empresas cotadas e não cotadas, a estudantes e também aos meus colegas académicos. Todos, seguidos pela mão dos autores, sairemos deste percurso bem mais ricos e apetrechados para o exercício da nossa profissão.”

João Duque (Presidente do ISEG)

“O presente livro de Jorge Farinha e Miguel Soro é uma notável obra de investigação e análise empírica sobre o tema, muito atual, de dividendos e de share buy back. Os autores abordam de uma forma simples, e de fácil leitura, os vários critérios que devem ser considerados por qualquer Conselho de Administração na determinação da política de remuneração acionista. Temas como a sustentabilidade, sinalização, enquadramento sectorial, conflitos de interesses, fiscalidade, impacto no rating, entre outros, foram superiormente analisados pelos autores. Nunca existirá um consenso geral sobre qual a melhor forma de remunerar os acionistas e qual o melhor mix entre dividendos e buy-back mas, pelo menos, o Jorge e o Miguel facilitaram a vida dos decisores, sejam eles empresas ou investidores.”

Luís Pacheco de Melo (CFO Portugal Telecom)

Material de apoio disponível em:
www.evida-store.pt/dividendos

www.vidaeconomica.pt
<http://livraria.vidaeconomica.pt>

