

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS

OTÁVIO MARSHALL

**O PROVENTO COMO REFERENCIAL DE VALORAÇÃO PARA  
INVESTIMENTOS EM AÇÕES**

ORIENTADOR: PROF. VALTER BIANCHI FILHO

PORTO ALEGRE  
2011

**OTÁVIO MARSHALL**

**O PROVENTO COMO REFERENCIAL DE VALORAÇÃO PARA  
INVESTIMENTOS EM AÇÕES**

**Trabalho apresentado na Escola de Administração -  
Programa de Pós-Graduação em Administração,  
como requisito para a obtenção do título de  
Especialista em Mercado de Capitais.**

**Orientador: Prof. Dr. Valter Bianchi Filho  
Área de concentração: Escola de Administração**

**PORTO ALEGRE, JUNHO DE 2010**

Dedico essa monografia ao meu avô Francisco Emílio Dischinger (in memoriam), investidor dedicado, honesto, eficiente, generoso, humilde, sério e bem humorado, à minha avó Augusta e à minha mãe, que confiaram uma oportunidade a mim no mercado acionário.

## **RESUMO**

BASEADO NOS PARADIGMAS DE DÉCIO BAZIN (1994), A PRESENTE MONOGRAFIA ANALISA UM MÉTODO DE CÁLCULO DE PREÇO JUSTO PARA AÇÕES DE EMPRESAS NEGOCIADAS EM BOLSAS DE VALORES OU NÃO, A PARTIR DOS PROVENTOS PAGOS AOS ACIONISTAS. COM O RESULTADO, É POSSÍVEL AVALIAR CORRETAMENTE SE O INVESTIMENTO EM RENDA VARIÁVEL TEM MELHOR RELAÇÃO RISCO-RETORNO QUE O INVESTIMENTO EM RENDA FIXA.

## **PALAVRAS-CHAVE**

*DIVIDEND YIELD* – DÉCIO BAZIN - AÇÕES – PREÇO JUSTO

## **ABSTRACT**

BASED ON THE PARADIGMS OF DECIO BAZIN (1994), THIS MONOGRAPHY ANALYZES A METHOD OF CALCULATING THE FAIR PRICE FOR SHARES OF COMPANIES TRADED ON STOCK EXCHANGES OR NOT, FROM THE PROCEEDS PAID TO SHAREHOLDERS. AS A RESULT, IT IS POSSIBLE TO PROPERLY EVALUATE WHETHER THE INVESTMENT IN EQUITIES HAS A BETTER RISK-RETURN INVESTMENT THAN IN FIXED INCOME.

## **KEY-WORDS**

DIVIDEND YIELD – DÉCIO BAZIN - SHARE - FAIR PRICE

## LISTA DE TABELAS

**Tabela 1** – JURO REAL DESCONTADA A INFLAÇÃO p. 13

---

**Tabela 2** – Payouts 2006-2008 p. 24

---

## SUMÁRIO

	INTRODUÇÃO	p.08
1.	EXPECTATIVAS DOS INVESTIDORES	p.09
2.	A POLÍTICA DE DIVIDENDOS	p.15
2.1	CONCEITO	p.15
2.2	ESTUDO DE CASOS	p.17
3.	A LEI E A OPÇÃO DAS EMPRESAS	p.22
	CONCLUSÃO	p.28
	REFERÊNCIAS	p.31

## INTRODUÇÃO

O presente escrito tem por principal objetivo explicar uma metodologia de avaliação de preço de ações de empresas. As fontes utilizadas e grande parte dos exemplos referem-se à empresas com ações negociadas em bolsas de valores, mas o método não exclui sua validade para qualquer investimento com perspectiva de geração de valor.

As opções existentes no mercado financeiro para o poupador de qualquer perfil – avesso, indiferente ou simpático ao risco – e a agressividade com que as instituições do meio o abordam, somadas à quantidade quase infinita de informações disponíveis sobre o passado e as perspectivas micro e macro econômicas, exigem uma capacidade de julgamento robusta. A tarefa não é menos difícil para os gestores de fundos de investimentos que, apesar de mais dedicação e foco, e mais ferramentas de análise, sofrem maior pressão por resultados aos interessados, o que diminui as margens de erro.

Em toda essa “nuvem” de oportunidades e de informações, é preciso educar o próprio discernimento para não ser vítima de pessoas e instituições que não têm a melhor fé, para não dizer má-fé. Em junho de 2008, o encarte “Valorinveste” do periódico Valor Econômico, que anseia (e tem inúmeros prêmios de reconhecimento na sua estante) ser um jornal referencial de negócios, trazia em sua capa um urso (representando o “bear market”, mercado de baixa ou mercado depressivo) com a seguinte chamada “Eles só dizem sim – o que leva analistas a raramente recomendar a venda de ações”<sup>1</sup>. O conteúdo, uma reportagem de onze páginas bem escritas por Daniele Camba e Tatiana Bautzer, publicados dias antes de iniciar a maior crise de mercados financeiros da década (emblemático), retratava o hábito de corretoras e de suas equipes de analistas, pródigos para recomendar a compra de ações, discretos em recomendar a manutenção, e extremamente modestos em recomendar a venda, mesmo após ganhos expressivos. O final da história daquele ano fatídico todos sabemos...

---

<sup>1</sup> **REVISTA VALOR INVESTE.** Eles só dizem sim – o que leva analistas a raramente recomendar a venda de ações. CAMBA, Daniele e BAUTZER, Tatiana. Julho 2008.

O ambiente do mercado financeiro é melhor vivido quando educamos nosso (nós, seres humanos, e não máquinas) senso crítico com conceitos inteligíveis – que um cidadão médio, e de outro ofício, entenda-os. Conceitos simples, mas bem fundamentados (o que os preserva de serem simplórios), que tenham a capacidade de dar elementos suficientes para escolher entre as muitas opções com alguma segurança, e que facilitem a adoção de uma estratégia de acompanhamento dos investimentos que minimizem riscos e potencializem ganhos com diversificação e continuidade.

Entendemos que a idéia aqui proposta tem esses elementos.

Permite partir de uma opção elementar: renda fixa ou renda variável?

Se o investidor escolher a renda variável, aparece a segunda condição: como avaliar o preço das ações disponíveis? Simples, escolher entre aquelas que dêem a possibilidade de proventos (rendas), com base na sua própria tradição (histórico), com perspectiva de serem maiores que os proventos oferecidos pela renda fixa, com monitoramento de seu preço sendo negociado em bolsa até um percentual dos proventos potenciais, ou dos proventos já recebidos, o que facilita a continuidade.

E como saber das condições das empresas em pagar proventos? Para isso, discorreremos brevemente sobre dois pontos importantes: a política de pagamento de proventos, hoje disponíveis em grande parte das páginas eletrônicas das ofertantes, e a base legal para esse hábito, apenas recentemente popularizado entre as pertencentes dos mercados acionários. Em ambas abordagens, destacamos distorções que evidenciam que nem sempre a fé por trás das informações democraticamente oferecidas é a mais positiva para o mercado e para o acionista minoritário.

## **1. EXPECTATIVAS DOS INVESTIDORES**

Quando tratamos dos objetivos dos investidores de bolsas de valores, dentro dos tipos que procuram papéis pagadores de dividendos, podemos encontrar variações. Nessa categoria, porém, os objetivos tendem a aproximar-se dos objetivos do investidor empreendedor, tendo em vista que o investidor empreendedor busca a

remuneração do capital investido em determinado período de tempo, a geração de valor e a expansão/perpetuação do negócio.

Para ilustrar, apresentamos algumas afirmações a respeito desse assunto no que tange a “dividendos”, tomando por base o que significa uma “carteira de dividendos”, ou seja, uma carteira de investimentos em ações formada por empresas que pagam bons dividendos, segundo gestoras de recursos que operam no Brasil e divulgam seus objetivos.

A escolha das gestoras abaixo, aleatória, partiu do ranking dos 40 (que nessa categoria são apenas 32) fundos de investimentos mais bem posicionados de 2011, mês de junho, do grupo “Ações” e do subgrupo “Ações dividendos” do jornal Valor Econômico<sup>2</sup>, porém, usando seus desempenhos (retornos) ou desde sua constituição ou a partir de 01 de janeiro de 2008, conforme o relatório “lâmina”, existente em todos.

Extraímos seus objetivos, constantes em seus prospectos. Vamos grifar algumas palavras-chave comuns:

#### Legg Mason Ações Dividendos<sup>3</sup>

O Gestor procura investir em ações de empresas negociadas em bolsa, com **historico de pagamento de dividendos consistente** e superior em relação à média de mercado e/ou que apresentem essa perspectiva na sua avaliação. O gestor não utiliza os benchmarks Ibovespa e IBrX como referência para a seleção dos investimentos para o Fundo.

Retorno acumulado desde agosto de 2008 (início do fundo) até dezembro de 2010: 69,62%, sendo:

2008: -16,53%

2009: 81,85%

2010: 11,75%

#### BTG Pactual Institucional Dividendos<sup>4</sup>

O Fundo procura obter através de uma gestão a melhor seleção de ações que tem como meta a **excelente distribuição de dividendos**. Não há restrição a nenhum setor de atividade econômica na seleção de ações.

Retorno acumulado desde março de 2008 (início do fundo) até dezembro de 2010: 65,18%, sendo:

2008: -4,86%

2009: 48,2%

2010: 17,3%

<sup>2</sup> **VALOR ONLINE. RANKING DE FUNDOS.** Disponível em:

<<http://www.valoronline.com.br/cotacoes?fundos>>, acesso em 10 de junho de 2011.

<sup>3</sup> **LÂMINA LEGG MASON AÇÕES DIVIDENDOS.** Disponível em:

<<http://www.leggmason.com.br/products/RMAC.cfm>>, acesso em 25 de junho de 2011.

<sup>4</sup> **LÂMINA BTG PACTUAL INSTITUCIONAL DIVIDENDOS.** Disponível em:

<[http://www.btgpactual.com/prototipo/pt/produtos.aspx?id\\_tipo\\_arquivo=12&cod\\_ativo=100130](http://www.btgpactual.com/prototipo/pt/produtos.aspx?id_tipo_arquivo=12&cod_ativo=100130)>, acesso em 25 de junho de 2011.

### HSBC FI Ações Dividendos<sup>5</sup>

Para atingir seu objetivo, o fundo aloca seus recursos em uma carteira constituída, preponderantemente, por ações de companhias que adotem uma **consistente política de distribuição de resultados** por meio da distribuição de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio.

Retorno acumulado desde janeiro de 2008 até dezembro de 2010: 11,51%, sendo:

2008: -32,39%

2009: 62,34%

2010: 1,6%

### FI Fator Ações Dividendos<sup>6</sup>

O FATOR DIVIDENDOS tem como objetivo principal investir em companhias abertas com bom potencial de crescimento a longo prazo e que proporcionem **boas perspectivas de distribuição de resultados**, através do pagamento de dividendos, juros sobre capital próprio e outros, não buscando aderência a nenhum índice referencial de mercado.

Retorno acumulado desde janeiro de 2008 até dezembro de 2010: 39,52%, sendo:

2008: -18,09%

2009: 48,72%

2010: 14,54%

### Icatu Vanguarda Dividendos FIA<sup>7</sup>

O Icatu Vanguarda Dividendos FI Ações busca investir em companhias abertas com **histórico consistente de distribuição de resultados** - por meio de pagamento de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio - **ou com perspectiva de começar a distribuir resultados dentro de doze meses**.

Retorno acumulado desde janeiro de 2008 até dezembro de 2010: 11,87%, sendo:

2008: -34,43%

2009: 58,35%

2010: 7,75%

---

<sup>5</sup> **LÂMINA HSBC FI DIVIDENDOS.** Disponível em:

<[http://www.hsbc.com.br/1/PA\\_1\\_1\\_S5/content/hbbr\\_pws/pt/para-voce/investimentos/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento/acoes-dividendos/docs/fi\\_acoes\\_dividendos.pdf](http://www.hsbc.com.br/1/PA_1_1_S5/content/hbbr_pws/pt/para-voce/investimentos/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento/acoes-dividendos/docs/fi_acoes_dividendos.pdf)>, acesso 25 de junho de 2011.

<sup>6</sup> **LÂMINA FATOR DIVIDENDOS.** Disponível em:

<<http://www.bancofator.com.br/far/Lamina.aspx?Fundo=DIVIDENDOS>>, acesso em 25 de junho de 2011.

<sup>7</sup> **LÂMINA ICATU VANGUARDA DIVIDENDOS FIA.** Disponível em:

<[http://www.icatuseguros.com.br/home/para\\_investidores](http://www.icatuseguros.com.br/home/para_investidores)>, acesso em 25 de junho de 2011.

## Itaú Ace Dividendos Ações FI<sup>8</sup>

Destinado a investidores que sentem-se confortáveis com um nível de risco mais elevado, que desejem obter rentabilidade diferenciada no longo prazo e que busquem **rendimentos auferidos a partir da distribuição de dividendos**. Retorno acumulado desde janeiro de 2008 até dezembro de 2010: 16,93%, sendo:  
2008: -29,45%  
2009: 52,01%  
2010: 9,04%

Os resultados alcançados em cada um dos fundos acima informa o desalinhamento de gestão, mesmo partindo de uma premissa comum, que é usar a geração de dividendo como condição de inclusão nas carteiras com gestão ativa.

Listamos abaixo idéias semelhantes, não necessariamente em ordem de importância, quando se trata de seleção de ações para composição de uma carteira de “dividendos”, segundo o mercado, e de alguma forma existente no grupo acima:

- Perspectiva de retorno a médio/longo prazos: é uma questão subjetiva, mas aqui estimamos um cenário maior do que um ano a partir da compra da ação.
- Regularidade ou tradição no pagamento de proventos: empresas que pagaram dividendos, pelo menos uma vez ao ano.
- Boa geração de caixa, suficiente para não comprometer outro fundamento desejado, o de ter perspectiva futura de pagamento de dividendos.

Os fundos analisados são pouco objetivos quando se trata do detalhamento de suas estratégias. Todos apresentam suas rentabilidades passadas alcançadas, mas nenhum dá um parâmetro quantitativo claro para o investidor, como, por exemplo quanto dada empresa deveria render em dividendos para fazer parte da carteira presente ou futura; qual quantidade na composição, também não é claramente definido.

Décio Bazin, autor que marcou sua trajetória no mercado financeiro por defender o dividendo como principal referencial para avaliar preços de ações negociadas em bolsas, simplificou sua teoria ao seguinte enunciado:

---

<sup>8</sup> **LÂMINA FUNDO ITAÚ ACE DE DIVIDENDOS**. Disponível em: <[http://www.itauinstitucionais.com.br/gestao\\_recursos/produtos\\_investimento/MontaPdfFundo.aspx?drpFundo=40679&nome=Ita%FA%20Ace%20Dividendos%20A%E7%F5es%20FI](http://www.itauinstitucionais.com.br/gestao_recursos/produtos_investimento/MontaPdfFundo.aspx?drpFundo=40679&nome=Ita%FA%20Ace%20Dividendos%20A%E7%F5es%20FI)>, acesso em 25 de junho de 2011.

Se a taxa básica para remuneração de título de renda fixa é universalmente aceita, admitamos então que seja de 6% a taxa básica de remuneração das ações. (...) Se aplicarmos o valor 100 num título de renda fixa, receberemos 6 de juro. (...) todo aquele que compra ação para ser remunerado pelos dividendos não deverá pagar mais do que 16,67 vezes o valor do dividendo anual. Acima dessa proporção, obterá resultado financeiro melhor se aplicar em títulos de renda fixa.<sup>9</sup>

Bazin publicou seu livro em 1994, ano de lançamento do Plano Real, e é cabível entender que suas idéias eram fruto de experiência histórica em cultura inflacionária, pois que o livro todo apresenta análises indexadas em dólar americano (US\$). Nesse contexto, também é razoável imaginar que se tratava de 6% de juro real, ou seja, descontada a inflação.

Sua teoria é tão elementar que chega a soar como um deboche ao surto de teorias complexas amparadas em álgebras (ainda mais complexas) que rondam o mercado financeiro das bolsas de valores e que dão relativa segurança aos investidores pertencentes ao meio ou não. Aqui falamos exclusivamente dos fundos de “dividendos”, mas o raciocínio serviria para outros tipos de carteiras, sem dúvida.

Tomando por base a taxa do CDI (certificado de depósito interbancário) e a inflação medida pelo INPC-A (índice nacional de preços ao consumidor – amplo), apresentamos abaixo um quadro que relaciona taxas de CDI, IPCA entre os anos de 2005 e 2010, bem como a taxa de juros real do CDI paga nos períodos:

**Tabela 1 – JURO REAL DESCONTADA A INFLAÇÃO**

NO	A	C	I	REMUNERAÇÃO REAL
	DI	PCA		
005	2	1	5	13,31%
	9,00%	,69%		
006	2	1	3	11,89%
	5,03%	,14%		
007	2	1	4	7,31%
	1,77%	,46%		
008	2	1	5	6,42%
	2,32%	,90%		
009	2	9	4	5,53%
	,84%	,31%		
010	2	9	5	3,81%
	,71%	,90%		

Fontes: CETIP e IBGE, compiladas em [www.portalbrasil.net](http://www.portalbrasil.net)

<sup>9</sup> BAZIN, Décio. **Op. cit.**, p. 71.

Destacamos a “remuneração real” com o intuito de separar a remuneração paga pelo papel através de dividendos, que não deveria ser menor que a “remuneração real”, tomando por base o valor nominal pago pelo papel na origem. O valor do papel negociado na bolsa deveria, em tese, incorporar a oscilação inflacionária. Sublinhe-se: em tese. Como estamos falando de renda variável, cabe ao investidor monitorar a geração ou perda de valor de seu investimento, e sua manutenção em contextos inflacionários...

A teoria defendida por Décio Bazin é simples e eficaz, o que não impede que usemos os instrumentos modernos de acompanhamento de variáveis econômicas, bem como de disponibilização de informações sobre as empresas e os diversos setores da economia, para dar-lhe maiores possibilidades de eficácia em maximizar retornos e minimizar riscos, orientando a estratégia global do investidor.

Nessa linha, apresentamos abaixo alguns fatores, todos disponíveis ao grande público via rede de computadores que, integrados, podem aperfeiçoar a abordagem defendida por Décio Bazin sobre composição de carteiras de investimentos formadas por empresas pagadoras de dividendos:

1- Usar instrumentos futuros de mercado para projetar inflação e remuneração de fundos de renda fixa;

2- Examinar Risco de perda de valor do investimento original: quando se encontra qual (s) empresa (s) tem o potencial de gerar boa remuneração em dividendos no futuro (basicamente, *dividend yield* maior que a taxa real de juro paga nos instrumentos de renda fixa), e em qual percentual, pode-se usar aproximadamente metade (50%) desse percentual como medida de volatilidade aceitável para o valor da ação negociada na Bolsa. Como precaução adicional, convém analisar a volatilidade passada do papel para auferir se existe compatibilidade na estratégia;

3- Avaliar atentamente a política de pagamentos de dividendos (ou proventos) da empresa, e a coerência com a vida pregressa e cotidiana da mesma. Abaixo faremos uma abordagem mais detalhada dessa questão, e é sempre importante salientar que esse tipo de informação é apresentada nos formatos dos os financistas não gostam, ou melhor, também em texto que deve ser interpretado;

4- A cada publicação periódica de informações financeiras, como balanços, ou fatos relevantes como pagamentos de dividendos, confirmar se as perspectivas anteriormente fixadas estão se realizando ou não.

O uso dos dividendos como parâmetro para avaliar o preço justo de uma ação é uma estratégia que serve para qualquer região de operação. Em economias estáveis, com juros civilizados, e com predominância de empresas geridas por equipes sérias e em ambientes regulatórios sólidos (pergunta inevitável: seria esse um contexto utópico?), a eficácia tende a ser maior.

Não obstante, o Brasil, com todas suas defecções históricas e culturais, possui empresas e setores ricos em oportunidades para o investidor pequeno, médio ou grande, não interessando muito o que esses adjetivos signifiquem.

## **2. A POLÍTICA DE DIVIDENDOS**

### **2.1. CONCEITO**

Conforme enunciado na obra “Administração Financeira” em seu capítulo sobre a política de dividendos, “as empresas consideram a decisão sobre dividendos muito importante porque determina que fundos serão pagos aos investidores e que fundos serão retidos pela empresa para reinvestimento. A política de dividendos também pode fornecer informação ao acionista a respeito do desempenho da empresa.”<sup>10</sup>

A política de dividendos de uma empresa ilustra ao investidor sua estratégia de negócio, partindo-se do princípio de que a maioria dos negócios visa inicialmente sobreviver, em seguida, gerar lucros e, por fim, retornar o capital investido pelo financiador com juros e correção, ou, melhor, com um prêmio extra pela iniciativa de bancar o risco. Esta é a idéia de LOSS e SARLO NETO:

O processo de escolha do melhor projeto para a companhia e os objetivos da administração, presume-se, estão centrados na maximização do retorno. Para o mercado, é importante que haja uma leitura correta de tais expectativas, haja visto que o valor de uma companhia é determinado não pelo que ela pode

---

<sup>10</sup> ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. **ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA**. 3ª edição, Ed. Atlas, 2003, São Paulo-SP, p. 375.

auferir em fluxos de caixa no momento atual, mas sim no futuro DAMODARAN (1999, p. 151).<sup>11</sup>

Portanto, presume-se que a política de distribuição de dividendos, expressando uma visão de longo prazo para o negócio, é também uma estratégia sujeita a mudanças a qualquer tempo, sendo importante, para tal, as condições de financiamento da empresa, a condição macroeconômica e/ou crises pontuais. Sobre isso, advertem LOSS e SARLO NETO:

alterações em políticas de dividendo tendem a influenciar no valor das ações. Mais especificamente, quando a distribuição de dividendos aumenta, o mercado tende a reagir positivamente, pois a confiança no futuro da entidade caminha na mesma direção. Por outro lado, um corte é recebido como uma má notícia acerca das expectativas futuras.<sup>12</sup>

Esta visão desconsidera a situação macroeconômica em que a empresa opera, que pode, dependendo da forma como se comporta, exigir atitudes da administração para conformá-la ao contexto. No Brasil, estabilidade macroeconômica e legal, principalmente, ainda são novidades, sendo o período pós-2004 emblemático no primeiro aspecto – quedas de taxas de juros, crescimento econômico interno e externo, estabilidade cambial, abundância de fluxo de capitais de risco. Neste período, com o aumento da lucratividade das empresas, cresceram os pagamentos de dividendos e, por conseqüência, também aperfeiçoaram-se as *políticas* de pagamento de dividendos.

LOSS e SARLO NETO, na conclusão de sua pesquisa, que confrontou teorias a respeito da importância da política de pagamento de dividendos e estudos empíricos, fez uma importante constatação: “não se pode afirmar que os resultados [da pesquisa] fornecem apoio irrefutável ao conteúdo informacional dos dividendos, embora haja uma evidência favorável à idéia de que a administração usa a política de dividendos como um sinal.”<sup>13</sup> A linha proposta pelos autores é a de que a política de dividendos da empresa tem o efeito de *signalização* para o mercado; entretanto, a importância dessa

---

<sup>11</sup> LOSS, Lenita e SARLO NETO, Alfredo. **REVISTA CONTABILIDADE & FINANÇAS - USP**, p. 39 a 53, outubro de 2003. Disponível em: [http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed\\_comemor/3\\_artigo\\_lenita\\_alfredo\\_pg39\\_53.pdf](http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor/3_artigo_lenita_alfredo_pg39_53.pdf), p.40, acesso em 25 de junho de 2011.

<sup>12</sup> *Ibidem.*, p. 42.

<sup>13</sup> *Ibidem.*, p. 50.

sinalização dada pelos administradores seria diferente daquela percebida pelo mercado de capitais. Destacamos que o *paper* foi escrito em 2003.

Sendo uma  *sinalização* ao mercado, podemos apontar algumas características que devem ser confrontadas para validar ou não uma boa política de remuneração ao acionista:

- A- Descrição da  *política* de distribuição de dividendos disponível em meios ao alcance do investidor, facilitada pelo advento da internet e pelo aperfeiçoamento das ferramentas de informática, como o e-mail, as planilhas eletrônicas e os serviços especializados como Economática, Broadcast, Bloomberg, dentre outros;
- B- Coerência do proposto com o realizado, ou seja, distribuição de quantias compatíveis com o desejado pela empresa, formando um histórico;
- C- Sinalização antecipada ao investidor sobre as adversidades que podem interferir positiva ou negativamente sobre os valores a serem distribuídos no futuro, com especial destaque para as fusões, aquisições, programas de recompra de ações, restrições originadas em emissões de debêntures ou outras fontes de financiamento, ou mesmo mudanças em condições macroeconômicas. Não desprezamos o apontamento, nos fatores de risco que podem atingir a empresa, dos eventos que têm potencial de impactar na distribuição de seus proventos.

## 2.2. ESTUDOS DE CASOS

As recentes políticas de governança corporativa para empresas listadas na Bovespa trouxeram novidades interessantes para tornar mais claras as suas responsabilidades com os investidores minoritários, dentre as quais, as  *políticas de pagamento de dividendos*. Observamos que todas as empresas listadas nos padrões mais altos de governança, mantêm, em suas páginas eletrônicas de relacionamentos com investidores (RI), secções específicas para a política de distribuição de dividendos com explicações compreensíveis para leigos. Listamos, a título exemplificativo, abaixo, algumas dessas secções e o que podemos lá encontrar; ao passo que Gerdau e CPFL,

com formatos diferentes, chamam a atenção pela clareza, objetividade e interesse em destacar a importância da política de dividendos e seu histórico, outras, como Braskem e OGX, ignoram que suas páginas podem representar a visão de como administram o seu negócio e privilegiam ou não o parceiro minoritário:

### *CPFL*

[www.cpfl.com.br/ri](http://www.cpfl.com.br/ri) >> informações aos investidores >> dividendos

Política de dividendos: percentual distribuído de acordo com o estatuto, condições financeiras para o pagamento ou não (riscos), órgão responsável, periodicidade, possibilidade de acréscimos.

Dividendos recentes: detalhes do último pagamento, tanto para ações negociadas no mercado local, como nos EUA, datas *ex*, último dividend yield, gráficos ilustrando a relação dividendo mínimo (%)/dividendo efetivamente distribuído, tipo de provento (dividendo ou juros sobre capital próprio)

Calculadora de dividendos: ferramenta que, entrando com data inicial de aquisição e data final, mais a quantidade de ações, informa o valor bruto e líquido (deduzido de impostos) e a data do crédito na conta do investidor.

Todo o conteúdo está disponível em uma só página, se impresso.

### *Gerdau*

<http://www.gerdau.com.br/port/ri/> >> informações aos acionistas >> dividendos

Distribuições de dividendos e juros sobre capital próprio (Metalúrgica Gerdau e Gerdau S.A.): período que diz respeito, data da deliberação, data de pagamento, data *ex*, valor por ação pago e montante total distribuído.

Política de distribuição de dividendos: desde quando a empresa se obriga a pagar dividendos (no caso, 1967), percentual distribuído, periodicidade, diferenças fiscais entre dividendo e JCP

Distribuição de dividendos: lucro líquido ajustado (períodos entre 2000 e 2007), montante de dividendos pagos, pay-out<sup>14</sup> (aqui, com o intuito de mostrar que a empresa tem pago mais que o objetivo – 30%), em arquivo do tipo planilha eletrônica do Excel.

Evolução de dividendos e juros: valores e gráficos mostrando a evolução dos valores destinados ao pagamento de remuneração ao acionista desde 2000, tanto anualmente quanto trimestralmente), também em arquivo do tipo planilha eletrônica do Excel.

Todo o conteúdo está disponível em poucas páginas, acessáveis de acordo com o interesse do leitor.

### *Braskem*

[http://www.braskem.com.br/site/portal\\_investidores/pt/home/home.aspx](http://www.braskem.com.br/site/portal_investidores/pt/home/home.aspx)

>> sustentabilidade empresarial >> política e histórico de dividendos

A página inicia com uma tabela sem índice, onde constam valores pagos por classes distintas de ações, em reais e em dólares americanos. A explicação do que contém a tabela vem em meio aos textos explicativos abaixo.

Pagamento de dividendos: um texto que tem o título errado, pois ao lê-lo, percebe-se que se trata da política de pagamento de dividendos. Mas o que chama a atenção é que é um texto confuso, haja visto (comentários entre colchetes):

Historicamente, a política de distribuição de dividendos da Braskem tem incluído a distribuição de dividendos periódicos, com base em balanços patrimoniais trimestrais aprovados por seu conselho de administração. Quando a Companhia paga dividendos em base anual, estes são declarados em sua assembléia geral ordinária, que a Lei das Sociedades por Ações e o estatuto social da Companhia exigem que seja realizada até 30 de abril de cada ano [afinal, é trimestral, semestral ou anual?]. Quando os dividendos são declarados, em geral [como 'em geral?' – essa é uma afirmação quase poética] devem ser pagos em 60 dias a contar de sua declaração, salvo se houver deliberação dos acionistas estabelecendo uma outra data de pagamento. De qualquer forma, ao declararem-se dividendos, estes devem ser pagos até o final do exercício fiscal com relação ao qual foram declarados. [Esta última frase, percebe-se, é para suplantar a esperança do investidor em fazer qualquer projeção futura; no máximo, entender o passado]

---

<sup>14</sup> Pay-out: o significado mais utilizado é o de percentual do lucro líquido destinado ao pagamento de dividendos.

A tabela abaixo estabelece os dividendos pagos aos detentores de ações ordinárias, ações preferenciais classe A e ações preferenciais classe B desde 1999 em reais e em dólares convertidos à taxa comercial para venda em vigor à data de pagamento.[de fato, a tabela encontra-se acima...]<sup>15</sup>

Valores Disponíveis para Distribuição: sinaliza que abaixo vai se falar sobre a política de pagamento de dividendos, segundo a lei das sociedades anônimas e o estatuto da empresa. Redundante após o parágrafo introdutório acima.

Cálculo do Lucro Líquido Ajustado: novamente, uma longa e rebuscada explicação do que é lucro líquido. Mesmo se fosse fiel, lucro líquido e lucro líquido “ajustado” não tem a mesma interpretação pelo mercado financeiro. Ainda assim, o texto refere-se a somente “lucro líquido”...

Contas de Reserva: uma longa explicação do que é uma reserva legal segundo a Lei das S.A. e o estatuto da empresa. O mais importante é que esclarece que o que está na reserva legal (estatutária) não está disponível para distribuição como dividendos.

Conta de Reserva Legal: o texto tenta explicar que a empresa deve reter 5% de seu lucro líquido para reserva legal (?), mas que em dezembro de 2003 esse saldo era zero (?).

Contas de Reserva de Capital: outro texto técnico explicando o que seria uma conta de reserva de capital, segundo o permitido pela Lei das S.A.. Ao final, diz que em dezembro de 2006 a empresa tinha um saldo de R\$ 408,6 milhões nessa conta (?).

Distribuições Obrigatórias: aqui, imagina-se, está se falando (novamente) sobre a política de pagamento de dividendos aos acionistas Conforme facultado pela Lei das Sociedades por Ações, e pelo estatuto social. O problema aparece quando a empresa descreve os vários compromissos assumidos com financiadores que limitam o pagamento de dividendos, o que dificulta ainda mais saber o que a empresa projeta para o futuro.

Pagamento de Dividendos e Juros sobre Capital Próprio: Apesar de um título confuso, como já mencionado, por repetir o título do primeiro parágrafo, esclarece, sem

---

<sup>15</sup> **POLÍTICA E HISTÓRICO DE DIVIDENDOS.** Disponível em: [http://www.braskem.com.br/site/portal\\_investidores/pt/home/home.aspx](http://www.braskem.com.br/site/portal_investidores/pt/home/home.aspx), acesso em 10 de dezembro de 2008.

nenhum detalhismo, que a remuneração ao acionista virá em forma de dividendos ou juros sobre capital próprio.

Dividendos: mais uma vez, um texto redundante, longo, dúbio, cheio de datas e hipóteses a confirmar (?), que vão interferir no pagamento ou não de dividendos.

Juros sobre Capital Próprio: Explicação técnica jurídica sobre o que são juros sobre capital próprio, como são calculados, seus limites segundo a lucratividade da empresa. Importante para o interessado em investimentos, mas incoerente com os textos acima, que enfocam mais a empresa e suas políticas.

Prescrição de Pagamentos: explicação de como a empresa procede em caso de dividendos distribuídos e não sacados.

Preferência na Distribuição de Dividendos das Ações Preferenciais: explicação, mais uma vez ambígua, de como a empresa privilegiaria detentores de ações preferencialistas sobre ordinaristas. A confusão é exemplificada (grifos nossos):

Nos termos do estatuto social da Braskem, os detentores de ações preferenciais fazem jus a dividendo anual mínimo não cumulativo igual a 6% de sua participação proporcional no capital da Companhia, antes que a Companhia possa pagar dividendos aos detentores de ações ordinárias. **Se a Companhia declarar dividendos em valor superior àqueles devidos aos detentores de ações preferenciais, os detentores de ações ordinárias terão, nesse caso direito de receber distribuições equivalentes, com base em cada ação, ao dividendo devido aos detentores das ações preferenciais.** No caso de qualquer saldo de dividendos adicionais, os detentores das ações ordinárias e preferenciais classe A terão direito de receber o mesmo valor por ação. No entanto, os detentores das ações preferenciais classe B não terão direito de receber nenhum valor de dividendo adicional após terem recebido o dividendo relativo às ações preferenciais.<sup>16</sup>

Destacamos a expressão “privilegiaria”, pois o título sugere que a empresa paga melhor aos preferencialistas, o que é uma praxe em muitas empresas de capital aberto. Inobstante, é rigorosamente complicado entender como se dá essa preferência ao preferencialista. Menos pior que no quadro ao início da página vê-se que em 2002 e em 2007 a empresa não distribuiu dividendos aos ordinaristas; em 2006, distribuiu R\$ 0,75 por ação ordinária, R\$ 0,90 por ação preferencial “B”, e R\$ 0,56 por ação

---

<sup>16</sup> **POLÍTICA E HISTÓRICO DE DIVIDENDOS.** Disponível em: [http://www.braskem.com.br/site/portal\\_investidores/pt/home/home.aspx](http://www.braskem.com.br/site/portal_investidores/pt/home/home.aspx), acesso em 10 de dezembro de 2008.

preferencial “A”, o que nos indica que a empresa pode estar seguindo seus preceitos de dar vantagens adicionais aos detentores de ações preferenciais.

### **3. A LEI E AS OPÇÕES DAS EMPRESAS**

A Lei 6.404/76 orienta, em seu art. 202, § 2º, que as companhias abertas devem distribuir pelo menos 25% do lucro líquido aos seus acionistas. A mesma lei, em seu § 4º, permite que este percentual não seja distribuído quando sua administração considerá-lo incompatível com a situação financeira da empresa.

Temos que diferenciar “situação financeira” de “estratégia” da empresa. A existência de uma orientação legal quanto ao pagamento de dividendos visa garantir ao acionista, principalmente o minoritário, uma remuneração pelo investimento de seu capital de risco, evitando que todos os seus resultados permaneçam acumulados ou tomem outro rumo menos nobre que a remuneração ao acionista. Porém, isso não é uma obrigação sujeita a penalidades. Para não atendê-la, basta que a empresa justifique aos seus acionistas. Este é o caso, por exemplo, da Cia. Vale do Rio Doce, demonstrada no quadro a seguir. Em, 2007, ela optou por distribuir apenas 17,4% de seu lucro líquido para os acionistas. É uma empresa com forte potencial consolidador em sua área de atuação, a mineração.

Quando verificamos sua Política de Remuneração ao Acionista, vemos que ela não faz referência à lei, ao percentual mínimo ou a qualquer percentual. Contudo, ela deixa claro que seu Conselho de Administração tem a responsabilidade de, considerando sua geração de caixa e o alinhamento de sua estratégia de negócio, decidir durante o exercício o valor a ser retornado ao acionista, conforme abaixo:

#### *Política de Remuneração ao Acionista*

*1. A Diretoria Executiva da Vale anunciará, até o dia 31 de janeiro de cada ano, proposta a ser encaminhada ao Conselho de Administração para o pagamento de remuneração mínima ao acionista durante o ano em curso. O valor mínimo divulgado, expresso em dólares norte-americanos, será estabelecido em função do desempenho esperado no decorrer daquele ano.*

2. A proposta deverá prever o pagamento em duas parcelas semestrais, sob a forma de dividendos e/ou juros sobre o capital próprio, a serem desembolsadas, respectivamente, nos meses de abril e outubro.

3. Caso a proposta seja aprovada, o valor determinado será pago em moeda nacional, sendo efetuada a tradução do valor proposto com base na taxa de câmbio de venda do dólar norte-americano (Ptax-opção 5), divulgada pelo Banco Central do Brasil (BACEN), no dia útil anterior ao da realização da reunião do Conselho de Administração que tiver deliberado sobre a declaração e o respectivo pagamento da remuneração ao acionista.

4. Durante o ano, a Diretoria Executiva da Vale poderá propor ao Conselho de Administração, fundamentada em análise da evolução do caixa da empresa, o pagamento aos acionistas de uma remuneração adicional ao valor mínimo anunciado até 31 de janeiro. Caso aprovado pelo Conselho de Administração, o pagamento dessa remuneração adicional poderá ocorrer em qualquer uma das datas estabelecidas para pagamento das parcelas de remuneração mínima.<sup>17</sup>

Em tempos de estabilidade macroeconômica e de crescimento do PIB tanto nacional quanto mundial, diminuem-se os riscos de circunstâncias atípicas que impactem nos lucros, dando mais espaço para as administrações seguirem a lei e privilegiarem seus investidores apurados em mercados de capitais abertos.

Um estudo elaborado em 2005 pela consultoria Econômica, que ilustrou reportagem no jornal Valor Econômico em 6 de setembro de 2005, sintetiza essa afirmação:

Um pouco desse desempenho reflete a queda de 11,5% do dólar, que reduziu as dívidas das companhias e tem impacto direto nos lucros. (...) Outro ponto importante é o 'pay-out', a parcela do lucro que é distribuída. O mínimo seria 25% do lucro, mas muitas (empresas) pagam mais que isso. Em 2004, 247 empresas tiveram um lucro de R\$ 86,7 bilhões, e pagaram R\$ 42,4 bilhões em dividendos, quase metade do resultado.<sup>18</sup>

A seguir o percentual destinado ao pagamento de dividendos de algumas empresas listadas na Bovespa:

---

<sup>17</sup> **VALE DO RIO DOCE, POLÍTICA DE REMUNERAÇÃO AO ACIONISTA.** Disponível em: <<http://www.vale.com/PT-BR/INVESTIDORES/Paginas/default.aspx>>, acesso em 10/ de dezembro de 2011.

<sup>18</sup> **JORNAL VALOR ECONÔMICO**, edição de 6 e 7 de setembro de 2005, caderno "Eu & Investimentos".

**Tabela 2 – Payouts 2006-2008**

<b>Empresa</b>	<b>Estatuto(%)</b>	<b>% 2006</b>	<b>% 2007</b>	<b>% 2008</b>
CPFL	50	95	100	100 <sup>19</sup>
TELESP	25	111	124	139 <sup>20</sup>
GERDAU <sup>21</sup>	30	32	36	41,9
CSN	25	155	72	41,2
TRACTEBEL	30 (55) <sup>22</sup>	95	95	95 <sup>23</sup>
PETROBRAS	25	30,5	30,6	27,2
VALE R DOCE	N divulgado	20,84	17,8	30,42 <sup>24</sup>

**Fonte:** Páginas eletrônicas das empresas citadas.

Interpretando a tabela acima, entendemos, em primeiro lugar, que as empresas procuram regulamentar o pagamento de dividendo ao acionista, respeitando a orientação legal. Tal postura é confirmada ao perceber que as cias. mantêm, em suas páginas eletrônicas de relacionamentos com investidores, não só os estatutos sociais, como resumos de suas políticas, valores pagos, comparativos ano-a-ano, relação provento/preço (*dividend yield*), percentual do lucro líquido distribuído e, se o acionista procurar, também os relatórios de administração anuais que revelam qual foi a estratégia adotada quanto à distribuição de lucros.

Uma variável que tem importância no que tange ao percentual disponibilizado ao pagamento de dividendos, é o estágio de *maturidade* do investimento. Setores com necessidade de investimentos pesados até que encontrem a geração de receitas, como o de petróleo e petroquímica, o de geração e distribuição de eletricidade, o de siderurgia, o de infra-estrutura como rodovias ou saneamento, são diferentes de setores como o de comércio eletrônico, de construção residencial, bancário ou de agronegócio, deixando-se de levar em consideração os riscos inerentes a cada setor.

É interessante visitarmos as políticas de empresas negociadas em bolsas de valores, de setores correlatos, mas em estágios de maturação diferentes:

Petróleo e Petroquímica:

<sup>19</sup> Referente ao 1º semestre

<sup>20</sup> Referente ao 1º trimestre

<sup>21</sup> Gerdau Metalurgia e Gerdau S.A.

<sup>22</sup> O dividendo mínimo é de 30% do lucro líquido ajustado; todavia, existe um “compromisso da administração” de pagar um mínimo de 55% do lucro líquido ajustado.

<sup>23</sup> Referente ao 1º semestre de 2008

<sup>24</sup> Previsto

*Petrobras:*

Distribui no mínimo 25% do lucro líquido, acrescido de correção monetária até a data do crédito. A empresa tem 50 anos de operações, 40 dos quais em regime de monopólio no que se refere à prospecção e produção de petróleo e seus derivados.

*OGX:*

Propõe-se a distribuir 0,001% de seu lucro líquido, sem correção até a data do crédito. A empresa tem 4 anos de operações, e pretende operar na exploração e produção de petróleo e gás natural. Seu projeto com menor prazo prevê o início das operações em 2011, e a grande maioria, entre 2015 e 2016.

*Braskem:*

Seu estatuto prega que ela pague no mínimo 25% de seu lucro líquido *ajustado*. Porém, a empresa firmou compromisso com 2 acionistas (?) de pagar um mínimo de 50% a título de dividendos. Todavia, uma obrigação vinculada à emissão de notas promissórias em 2004 e 2007, impede que ela pague o dobro do percentual mínimo definido em seu estatuto. É uma empresa criada em 1999 com o objetivo de processar nafta e outros derivados, em 1ª e 2ª geração da cadeia petroquímica, crescendo via aquisições e/ou fusões.

*Unipar:*

Seu estatuto prevê o pagamento de 25% do lucro líquido anualmente a título de dividendos. Foi criada em 1969 com o objetivo de atuar no setor petroquímico em diversas áreas.

No caso da empresa Telesp, controlada pela Telefonica de España, há um parágrafo reincidente em seus relatórios anuais que deixa claro porque é uma das campeãs nacionais de pagamentos de dividendos em quantidade e em regularidade:

Durante o período de 2005, foram declarados dividendos e juros sobre o capital próprio no valor total bruto de R\$7,17 por lote de mil ações ON e R\$7,89 por lote de mil ações PN, referente a este exercício social. **Tais valores são condizentes com a sólida condição econômico-financeira da Sociedade,**

**embora possam ser considerados modestos em relação ao montante dos investimentos realizados desde a privatização.**(grifo nosso)<sup>25</sup>

Durante o período de 2006, foram declarados dividendos e juros sobre o capital próprio no valor total bruto de R\$ 5,80 por lote de mil ações ON e R\$ 6,38 por lote de mil ações PN, referente a este exercício social. **Tais valores são condizentes com a sólida condição econômico-financeira da Sociedade, embora possam ser considerados modestos em relação ao montante dos investimentos realizados desde a privatização.** (grifo nosso)<sup>26</sup>

Durante o período de 2007, foram declarados dividendos e juros sobre o capital próprio no valor total bruto de R\$5,43 por ação ON e R\$5,97 por ação PN, referente a este exercício social. **Tais valores são condizentes com a sólida condição econômico-financeira da Sociedade, embora possam ser considerados modestos em relação ao montante dos investimentos realizados desde a privatização.** (grifo nosso)<sup>27</sup>

O comentário da administração informa que ela entende que sua estrutura de capital é suficiente para suportar a consecução de seus objetivos sociais, inclusive no que diz respeito aos investimentos necessários para a atualização da infra-estrutura de rede de telecomunicações, sua área de atuação. O que chama a atenção é a frase grifada, como se informasse que por mais generosos que sejam seus dividendos, são pouco em relação ao retorno desejado pelos acionistas investidores. No relatório anual de 2005, encontramos um parágrafo que clareia mais sua constatação:

Para atingir estes resultados, desde a privatização em julho de 1998, a Sociedade investiu R\$15,3 bilhões apenas na aquisição e posterior ampliação de sua participação acionária, além de outros R\$18,6 bilhões aplicados na ampliação e modernização das redes fixas.

Em relação à rentabilidade, ainda com todos esforços despendidos, a taxa de retorno do investimento no setor fica abaixo do custo de capital da Sociedade.<sup>28</sup>

Resumindo o aqui abordado, a lei brasileira é orientativa no quesito percentual do lucro a distribuir, e não prescritiva e punitiva, o que entendemos ser bastante

---

<sup>25</sup> Telecomunicações de São Paulo S.A.. **TELESP. RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 2005.** Disponível em: <[www.telefonica.com.br/ri](http://www.telefonica.com.br/ri)>, acesso em 4 de outubro de 2008, p. 03.

<sup>26</sup> Telecomunicações de São Paulo S.A.. **TELESP. RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 2006.** Disponível em: <[www.telefonica.com.br/ri](http://www.telefonica.com.br/ri)>, acesso em 4 de outubro de 2008, p. 03.

<sup>27</sup> Telecomunicações de São Paulo S.A.. **TELESP. RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 2007.** Disponível em: <[www.telefonica.com.br/ri](http://www.telefonica.com.br/ri)>, acesso em 4 de outubro de 2008, p.03.

<sup>28</sup> *Ibidem.*, p.01.

positivo. É positivo porque respeita uma autonomia fundamental ao corpo gerencial da empresa, não deixando de estabelecer o que seria razoável. Desde sua promulgação, a lei produziu efeitos no mercado acionário, e todos foram beneficiados, principalmente as empresas, que aumentaram sua sensibilidade quanto ao papel do minoritário desde então.

Por dar autonomia, temos que prestar muita atenção nos pontos críticos que fundamentam a distribuição do lucro, em ordem de importância:

1. política de distribuição de resultados, constante no Estatuto geralmente, com seu respectivo histórico;
2. relatórios da administração;
3. receita líquida e lucro líquido;
4. parcela a distribuir (ou payout) do exercício.

Muitas empresas, como Natura, são referenciais no respeito ao minoritário, e cabe ao investidor “garimpar” essas oportunidades e certificar de que tratam-se de um investimento viável.

## CONCLUSÃO

*“Nada é mais presunçoso do que a ignorância ligada à convicção de que se possui a ciência”  
Erasmus de Rotterdam (1515)*

Décio Bazin não foi o criador da estratégia que defendeu, descrita no livro com o temerário título de “Faça fortuna com ações, antes que seja tarde – Profissional do mercado mostra o caminho através do fascinante mundo da Bolsa”, que tem conhecimentos evidentes de Benjamin Graham, Warren Buffet e outros autores e gestores conhecidos. Mas ele foi ousado, analítico nas demonstrações, ilustrativo, humilde, honesto com suas convicções e lúcido quanto ao meio em que vivia, cheio de armadilhas e muito cheio de virtudes e boas intenções, ensinando como enxergar com maior precisão este lado estimulante do mercado de capitais, e orientando como se mostram os nem tão estimulantes. Posturas “positivas” e “nem tanto” são descritas quando analiso políticas de pagamento de dividendos e a lei brasileira sobre este tema, com poucos mas importantes exemplos.

Sabendo extrair as idéias básicas de sua estratégia e aperfeiçoando-as com as ferramentas modernas que o mercado de capitais oferece, o gestor/investidor de qualquer porte tem condições de obter retorno, em especial se souber usar com tempero e astúcia mecanismos como “stop” e “limit”, opções sobre ações e outros derivativos que propiciem desalinhamento de valores e oportunidades.

Lucros grandes e efêmeros são estimulantes, mas ganhos justos e contínuos são mais interessantes, segundo minha visão. Que é um “derivativo” da visão de um personagem alinhado com essas ideias, já homenageado na seção pertinente, meu avô, figura que investiu silenciosamente no mercado acionário desde a origem do mesmo, auferiu ganhos expressivos e, com ainda mais discrição, colaborou com obras filantrópicas de grande relevância em nossa comunidade, sem abrir mão de convicções sólidas sobre rendimento.

O objetivo deste trabalho é apresentar ao leitor, leigo ou especialista no mercado financeiro, uma forma acessível de avaliar a eficácia da rotina de pagamento de proventos em empresas, e seu impacto na valoração da mesma. O cotidiano das

bolsas valores e a sua volatilidade dificultam a definição do que está caro, o que está justo e o que está barato, e a valoração por pagamentos de dividendos facilita esta análise, sem requisitar informações confidenciais ou cálculos complexos. Bem entendida, permite outra atitude: optar por investimentos em renda fixa, pela mera razão de estes propiciarem um melhor retorno e um menor risco em cenários turbulentos.

\*\*\*

As idéias orientativas aqui apresentadas foram analisadas em minha rotina de gestor de carteiras de ações, desde maio de 2004, tendo neste período multiplicado o patrimônio inicial em aproximadamente 580%<sup>29</sup>, o que não deixa de ser relevante quando se pondera que não era oriundo, profissionalmente, do mercado financeiro. No mesmo período, o IBx-50 renderam 285% e o Ibovespa, 251%.

No período apontado acima, a maioria das decisões de compra e venda de ativos para a carteira foi baseado na teoria exposta, combinada com outros instrumentos como derivativos em opções, arbitragens, câmbio e renda fixa.

No universo que integra os elementos mais importantes para a eficácia do sistema de valoração proposto, é possível aprofundar as pesquisas para encontrar melhor eficácia, como, por exemplo, apurar a visão dos controladores e gestores das empresas apontadas pelos operadores como boas pagadoras de dividendos. O material escrito disponível é, digamos, frágil para permitir análises mais acuradas, e este é um elemento crucial em especial no que tange ao futuro das empresas apontadas. Uma política sólida e contínua de pagamento de dividendos é diferente de um episódio ou de uma circunstância que propiciem eventos ou períodos melhores ou piores para efetivar esta possibilidade.

Por tudo isso, conluo preservando meu pensamento de que somos mais eficazes quando conhecemos, questionamos, criticamos, dialogamos e experimentamos as idéias que são simples e eficazes, que não se arrogam qualquer condição de melhor ou de pior, e que permitem que, com pensamento e dedicação,

---

<sup>29</sup> Até dezembro de 2010.

sejam complementadas e aperfeiçoadas com segurança no agir e que resultam em acréscimos de valor para nós, indivíduos, e para os nossos pares.

## REFERÊNCIAS

BAZIN, Décio, **FAÇA FORTUNA COM AÇÕES, ANTES QUE SEJA TARDE**, 2ª edição, 1994, JMJ, São Paulo-SP.

### **LÂMINA BTG PACTUAL INSTITUCIONAL DIVIDENDOS.**

Disponível em:

<[http://www.btgpactual.com/prototipo/pt/produtos.aspx?id\\_tipo\\_arquivo=12&cod\\_ativo=100130](http://www.btgpactual.com/prototipo/pt/produtos.aspx?id_tipo_arquivo=12&cod_ativo=100130)>, acesso em 25 de junho de 2011.

### **LÂMINA FATOR DIVIDENDOS.**

Disponível em:

<<http://www.bancofator.com.br/far/Lamina.aspx?Fundo=DIVIDENDOS>>, acesso em 25 de junho de 2011.

### **LÂMINA FUNDO ITAÚ ACE DE DIVIDENDOS.**

Disponível em:

<[http://www.itauinstitucionais.com.br/gestao\\_recursos/produtos\\_investimento/MontaPdFundo.aspx?drpFundo=40679&nome=Ita%FA%20Ace%20Dividendos%20A%E7%F5es%20FI](http://www.itauinstitucionais.com.br/gestao_recursos/produtos_investimento/MontaPdFundo.aspx?drpFundo=40679&nome=Ita%FA%20Ace%20Dividendos%20A%E7%F5es%20FI)>, acesso em 25 de junho de 2011.

### **LÂMINA HSBC FI DIVIDENDOS.**

Disponível em: <[http://www.hsbc.com.br/1/PA\\_1\\_1\\_S5/content/hbbr\\_pws/pt/para-voce/investimentos/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento/acoes-dividendos/docs/fi\\_acoes\\_dividendos.pdf](http://www.hsbc.com.br/1/PA_1_1_S5/content/hbbr_pws/pt/para-voce/investimentos/fundos-de-investimento/fundos-de-investimento/acoes-dividendos/docs/fi_acoes_dividendos.pdf)>, acesso 25 de junho de 2011.

### **LÂMINA ICATU VANGUARDA DIVIDENDOS FIA.**

Disponível em: <[http://www.icatusseguros.com.br/home/para\\_investidores](http://www.icatusseguros.com.br/home/para_investidores)>, acesso em 25 de junho de 2011.

### **LÂMINA LEGG MASON AÇÕES DIVIDENDOS.**

Disponível em: <<http://www.leggmason.com.br/products/RMAC.cfm>>, acesso em 25 de junho de 2011.

Lenita Loss • Alfredo Sarlo Neto. **POLÍTICA DE DIVIDENDOS, NA PRÁTICA, É IMPORTANTE?** Revista Contabilidade & Finanças - USP pg. 39 a 53, outubro de 2003.

LOSS, Lenita e SARLO NETO, Alfredo. **REVISTA CONTABILIDADE & FINANÇAS - USP**, p. 39 a 53, outubro de 2003. Disponível em:

[http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed\\_comemor/3\\_artigo\\_lenita\\_alfredo\\_pg39\\_53.pdf](http://www.eac.fea.usp.br/cadernos/completos/ed_comemor/3_artigo_lenita_alfredo_pg39_53.pdf), p.40, acesso em 25 de junho de 2011.

## **POLÍTICA E HISTÓRICO DE DIVIDENDOS.**

Disponível em:  
[http://www.braskem.com.br/site/portal\\_investidores/pt/home/home.aspx](http://www.braskem.com.br/site/portal_investidores/pt/home/home.aspx), acesso em 10 de dezembro de 2008.

**REVISTA VALOR INVESTE.** Eles só dizem sim – o que leva analistas a raramente recomendar a venda de ações. CAMBA, Daniele e BAUTZER, Tatiana. Julho 2008.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F..  
**ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA.** 3ª edição, Ed. Atlas, 2003, São Paulo-SP.

Telecomunicações de São Paulo S.A..**TELESP. RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 2005.** Disponível em: <[www.telefonica.com.br/ri](http://www.telefonica.com.br/ri)>, acesso em 4 de outubro de 2008.

Telecomunicações de São Paulo S.A..**TELESP. RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 2006.** Disponível em: <[www.telefonica.com.br/ri](http://www.telefonica.com.br/ri)>, acesso em 4 de outubro de 2008.

Telecomunicações de São Paulo S.A..**TELESP. RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO 2007.** Disponível em: <[www.telefonica.com.br/ri](http://www.telefonica.com.br/ri)>, acesso em 4 de outubro de 2008.

## **VALE DO RIO DOCE, POLÍTICA DE REMUNERAÇÃO AO AÇIONISTA.**

Disponível em: <<http://www.vale.com/PT-BR/INVESTIDORES/Paginas/default.aspx>>, acesso em 10/ de dezembro de 2011.

**VALOR ECONÔMICO**, edição de 6 e 7 de setembro de 2005, caderno “Eu & Investimentos”.

**VALOR ONLINE. RANKING DE FUNDOS.** Disponível em:  
<<http://www.valoronline.com.br/cotacoes?fundos>>, acesso em 10 de junho de 2011.