

3º Trimestre 2012

*"An investment in knowledge
always pays the best interest."*

Benjamim Franklin

Os riscos das boas pagadoras de dividendos

Aproveitaremos esta carta trimestral do Opportunity Selection para discutir um tema que tem sido o foco de muitos investidores nos últimos anos: ações que são boas pagadoras de dividendos.

Na nossa visão, existem alguns cuidados que devem ser levados em consideração nessa estratégia de escolher ações apenas por apresentarem alto *dividend yield*¹. Tentaremos, por meio dessa carta, expandir sobre esses pontos além de outros fatores relacionados.

Introdução:

O valor de uma ação são os dividendos esperados no futuro, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto que reflita o prêmio de risco desse fluxo².

$$P = \frac{D_1}{(1+k)} + \frac{D_2}{(1+k)^2} + \frac{D_3}{(1+k)^3} + \frac{D_4}{(1+k)^4} + \dots$$

Em um modelo simples, onde os dividendos crescem a uma taxa constante (g) para sempre, temos:

$$D_1 = D$$

$$D_2 = D * (1 + g)$$

$$D_3 = D * (1 + g)^2$$

$$D_N = D * (1 + g)^{N-1}$$

A equação pode ser simplificada em:

$$P = \frac{D}{(k - g)}$$

Mesmo que um investidor não mantenha a ação pelo resto da vida, o cálculo continua sendo o mesmo: o retorno final do investidor vem dos dividendos que ele recebe no período em que está investido mais o valor que receberá com a venda da ação no instante T. No entanto, o valor esperado da ação no instante T deverá ser os dividendos que serão pagos a partir do instante T trazidos a valor presente para tal data. Logo, a conta para o investidor deve ser a mesma, não importando o seu horizonte de investimento.

¹ *Dividend yield = dividendo pago por ação dividido pelo preço da ação.*

² *Legenda: P = preço da ação; D = dividendo por ação; k = taxa de desconto; g = taxa de crescimento dos dividendos; ROE = retorno sobre patrimônio líquido (lucro / patrimônio).*

Continuando nesse modelo simples de crescimento estável de dividendos:

Como $P = \frac{D}{(k-g)}$, então:

$$\text{Dividend yield} = \frac{D}{P} = k - g$$

Outra forma de ver é que o retorno esperado pelo acionista (k) será a soma do *dividend yield* com sua taxa de crescimento (g).

Supondo que as ações estejam precificadas corretamente, quanto menor o *dividend yield*, maior deve ser o crescimento esperado dos dividendos (g) – considerando uma mesma taxa de desconto.

Assim, é razoável que em um cenário em que o mundo esteja mais incerto e volátil, os investidores considerem taxas de crescimento altas como mais arriscadas, e atribuam menos valor a isso. Dessa forma, empresas com *dividend yield* alto, que dependem menos de crescimento, podem surgir como boas alternativas de investimento.

No entanto, deve-se tomar bastante cuidado em escolher empresas apenas pelo *dividend yield* alto, sem levar outros fatores em consideração, como por exemplo:

...é importante verificar se o dividendo que está sendo pago é compatível com a geração de caixa da empresa disponível para o acionista.

O dividend yield alto de uma ação pode ser o reflexo de riscos de queda do lucro no futuro.

- a. Dividendo versus fluxo de caixa para o acionista (FCFE)³: é importante verificar se o dividendo que está sendo pago é compatível com a geração de caixa da empresa disponível para o acionista. Nos casos em que as empresas distribuem dividendos em quantias superiores ao FCFE, o endividamento da empresa irá aumentar, elevando as despesas financeiras nos próximos períodos com o pagamento de juros e principal da dívida, o que reduzirá a capacidade de pagamentos de dividendos futuros. Essa situação não é sustentável por um período de tempo muito longo. Essa verificação também é importante para o caso contrário, quando o dividendo é menor que o FCFE. Algumas vezes, essa situação pode se manter por algum tempo, e uma possível causa pode ser a existência de despesas contábeis não-caixa, que reduzem o lucro da empresa, mas não afetam seu caixa. Nesse caso, a empresa pode complementar o dividendo com a recompra das próprias ações (*buy-back*), caso contrário, ficará acumulando caixa ao longo do tempo, aumentando nos períodos futuros sua receita financeira e, conseqüentemente, seu lucro.
- b. O dividendo pode ser compatível com o lucro atual e com o FCFE, mas pode apresentar um risco grande de mudança em um período futuro. Além de situações no qual empresas tiveram um lucro atípico em um ano por razão de um resultado não recorrente (ex.: venda de ativos, reversão de provisões, entre outros), esse risco pode ser relevante em empresas cíclicas e em caso de empresas reguladas no qual os contratos podem ser revistos. Apesar de diversas empresas poderem apresentar esse tipo de risco, ele pode ser ainda mais comum em empresas que apresentam *dividend yield* alto. Isso ocorre porque o *dividend yield* alto pode ser exatamente o reflexo desses riscos. À medida que os investidores percebem a possibilidade de uma empresa enfrentar maiores dificuldades em anos futuros, seja por mudança na competição do setor com a entrada de novos participantes, pela queda dos preços dos seus produtos, como em empresas cíclicas de commodities, ou por revisão dos contratos de empresas de setores regulados, é natural que descontem parte desses riscos no preço das ações. Assim, se a rentabilidade do ano corrente ainda permanece estável com manutenção da expectativa do dividendo, a queda das ações vai resultar em um *dividend yield* mais alto para essa empresa. Algumas empresas do setor de energia elétrica são bons exemplos desse caso. Revisões tarifárias para a parte de distribuição e a proposta de renovação das concessões de geração e transmissão mostram casos em que a rentabilidade da empresa irá diminuir significativamente em anos seguintes. Nestes casos, um alto dividendo (e FCFE) no ano corrente não implicava que as ações estavam descontadas.

*"Know what you own,
and know why you own it."*

Peter Lynch

³FCFE – representa o fluxo de caixa livre para o acionista (free cash flow to equity)

Payout alto pode demonstrar uma gestão eficiente e rigorosa dos investimentos mas pode também simplesmente demonstrar que existem poucas oportunidades de crescimento para a empresa.

- c. Empresas que apresentam *payout*⁴ alto, reinvestindo pouco do lucro, podem demonstrar uma gestão eficiente e rigorosa, diminuindo o risco de reinvestimento ruim. Esse risco é uma preocupação frequente em investimentos em empresas estatais, mas também ocorre em empresas privadas quando o foco dos diretores passa a ser aumentar o tamanho da empresa sem se preocupar com a rentabilidade dos investimentos. No entanto, o fato de reinvestir pouco pode simplesmente demonstrar que existem poucas oportunidades de crescimento para a empresa. Em diversas situações, quando os investimentos apresentarem retornos excedentes, acima do custo de oportunidade, é do interesse de todos os acionistas que tal valor seja investido nesses projetos ao invés de ser distribuído como dividendos. Nesses casos, o crescimento dos lucros será suficiente para que o valor presente dos dividendos adicionais no futuro sejam maiores do que os valores que seriam distribuídos caso o investimento não ocorresse.
- d. Uma possível razão positiva para uma empresa ter baixo reinvestimento, *payout* alto, é quando seu crescimento demanda pouco capital. Algumas empresas apresentam um modelo pouco intensivo em capital e um retorno muito alto sobre seus investimentos. Para uma dada taxa de crescimento (*g*), quanto maior a rentabilidade (ROE), maior pode ser a distribuição de dividendos (*payout*)⁵.

$$Payout = \frac{D}{L} = 1 - \frac{g}{ROE}$$

Como vimos, o retorno esperado pelo acionista será a soma do *dividend yield* com a sua taxa de crescimento. Assim, nesses casos nos quais a empresa pode apresentar um forte crescimento de lucros mesmo mantendo um *payout* alto, sua ação deveria negociar a um múltiplo preço-lucro (P/L) elevado.

$$Dividend\ yield = \frac{D}{P} = \frac{L * payout}{P} = \frac{L}{P} * payout$$

Como podemos observar acima, o *dividend yield* é equivalente ao inverso do múltiplo P/L multiplicado pelo *payout*. Dessa forma, caso o múltiplo P/L desse tipo de empresa seja baixo, seu *dividend yield* também será alto. Essa combinação de crescimento e dividendos altos implicaria em uma interessante oportunidade de investimento.

- e. Um comentário usual, no entanto, errado sobre investimentos, diz que com a redução das taxas dos juros e o custo de oportunidade da economia, as empresas que mais se beneficiarão são as que pagam mais dividendos (D/P alto).

O exemplo abaixo é uma boa maneira de entender porque tal argumento não é consistente.

Duas empresas, A e B, com a mesma taxa de desconto (*k*) de 10% e os seguintes dados:

A: D = 10; g = 0%.

B: D = 6; g = 4%.

Os preços das ações e os seus *dividend yields* são:

Pa = 100. *Dividend yield* de A: D / Pa = 10%

Pb = 100. *Dividend yield* de B: D / Pb = 6%

⁴ *Payout* representa o percentual do lucro que é distribuído como dividendos (dividendo dividido pelo lucro do período).

⁵ Em um modelo estável, o lucro adicional de uma empresa deve ser igual ao capital reinvestido na empresa multiplicado pela rentabilidade desse montante investido. Isso pode ser representado matematicamente da seguinte forma:

$$\Delta Lucro = (L - D) * ROE$$

$$g = \frac{\Delta Lucro}{L} = \frac{L - D}{L} * ROE = \left(1 - \frac{D}{L}\right) * ROE = (1 - payout) * ROE$$

Se a taxa de desconto diminuir em 1 p.p., ou seja, $k=9\%$, os novos preços das ações deveriam ser:

A: $P_a = 10 / (9\% - 0\%) = 111,11$. Valorização de 11,1%

B: $P_b = 6 / (9\% - 4\%) = 120,00$. Valorização de 20,0%

Como era de se esperar, com a redução da taxa de desconto, ambas as ações deveriam passar a valer mais. No entanto, apesar de no caso da empresa A a valorização até ser mais óbvia, dado que ela estava pagando 10% de yield e a taxa de desconto cair para 9%, a empresa B se beneficia ainda mais com a redução da taxa de desconto.

Como tentamos mostrar acima, empresas que são consideradas boas pagadoras de dividendos apresentam algumas características favoráveis, mas também podem apresentar alguns riscos importantes. Devemos sempre lembrar que o *dividend yield* é uma métrica simples e de fácil obtenção, logo, é pouco provável que essa informação, por si só, seja a fonte de resultados excedentes para os investidores. Não temos a ilusão de encontrar formas fáceis de ganhar. Como na citação de Benjamim Franklin, no início da carta, acreditamos que a melhor forma para obter bons resultados é estarmos muito bem fundamentados sobre as empresas e os setores que analisamos para termos as chances ao nosso favor.

Agradecemos a confiança,

Equipe de gestão.

Mais Informações

Diretoria Comercial
Christian Lenz

RJ (21) 3804.3434 - SP (11) 3039.1201

Assessoria de Investimentos

Bernardo Zerkowski

Julia Junqueira

Renata Ferrite

Felipe Cotrim

Pedro Caratori