

mais

Bolsa Empresas preferem pagar dividendos a abater dívida

Abriu a época de caça aos dividendos. É um dos momentos mais aguardados do ano – as empresas da Bolsa já começaram a revelar os montantes com que irão premiar os acionistas. Se para os investidores representa uma boa notícia, para os gestores poderá significar uma dor de cabeça. Isto porque, em vez de ir para ao bolso dos acionistas, o dinheiro poderia servir para reduzir o endividamento e consolidar o processo de desalavancagem. No caso das empresas portuguesas, a escolha ao longo dos últimos anos tem sido bastante clara: dividendos acima da dívida. Ou seja, têm preferido continuar a premiar os acionistas em vez de diminuir as suas responsabilidades financeiras com os credores. Na prática, as empresas cotadas têm aumentado o seu endividamento e continuam a pagar dividendos elevados, quando poderiam direccionar essa remuneração para criar almofadas de liquidez. Os números não enganam.

O Dinheiro Vivo compilou e analisou a dívida e os dividendos pagos pelas empresas não financeiras que integram o PSI 20 e algumas que fazem parte do PSI Geral, desde 2007 até hoje (ver tabela). Contas feitas, nos últimos seis anos a dívida líquida disparou 17%, o equivalente a 5,4 mil milhões, totalizando 37,12 mil milhões de euros. As empresas do PSI 20

são as responsáveis por este crescimento, ao terem elevado o seu endividamento em 23% para quase 37 mil milhões, até porque as cotadas do PSI Geral conseguiram reduzir a dívida. O pico do endividamento registou-se em 2011, com mais de 42,6 mil milhões. Paralelamente, as empresas da Bolsa de Lisboa têm sido autênticas máquinas de remunerar os acionistas. Mais uma vez, a cotadas do PSI 20 voltam a ser as grandes protagonistas ao distribuírem mais de 1,8 mil milhões em dividendos no último ano, mais 6% do que o verificado em 2007. Mas o melhor ano para os investidores foi o de 2010, altura em que as empresas deram um prémio total de 2,8 mil milhões.

A constatação que o endividamento das empresas cotadas tem vindo a aumentar, que a política de remuneração acionista se tem mantido e que as empresas não têm optado por reforçar capitais próprios com resultados gerados não passou despercebida ao FMI. O chefe da missão para Portugal, Subir Lal, criticou o facto de as empresas preferirem distribuir dividendos em vez de os usar para abater a dívida, e defendeu que a redução da remuneração é um "caminho prometedor" para a diminuição do endividamento empresarial. Da parte das autoridades portuguesas, o presiden-

te da CMVM concorda que "teria sido desejável que as empresas tivessem aproveitado mais os resultados que geraram para reforçar capitais" (ver entrevista). O presidente da AEM, associação das empresas cotadas, defende uma redução do endividamento através "de um processo gradual, que evite a criação de novas dificuldades de financiamento". "Parece-me possível e desejável criar um regime de incentivos adequado que potencie um maior recurso ao reforço dos capitais através da utilização de capital dos acionistas existentes", defende Abel Ferreira.

Os analistas e economistas contactados pelo Dinheiro Vivo partilham da mesma opinião.

Se para Pedro Lino, da Dif Broker, "é um facto que as empresas pagaram dividendos elevados aos acionistas em detrimento de constituírem almofadas de liquidez ou diminuírem a sua dependência de dívida", para João Queiroz, da GoBulling, "as administrações tentam manter alguma estabilidade nos acionistas de referência, pelo que tendem a remunerar-los (a todos os acionistas) mais do que o que poderia ser aconselhável".

A prática não se restringe a Portugal, defende o economista da IMF, já que "se tem observado várias empre-

Endividamento das empresas cotadas disparou 17% nos últimos seis anos. Mas, ainda que também tenham pago os custos da austeridade, não deixaram de ser máquinas de remuneração aos acionistas

Texto: Tiago Figueiredo Silva

	Dívida					Dividendos				
	Valores em milhões de euros									
PSI 20	2007	2011	2013	2014	Var 2007/2013	2007	2011	2013	2014	Var 2007/2013
Altri	647	678	563	515	-13%	-84	5	4	5	0%
CTT	n/d	169	-20	-75	n/d	-20	25	36	50	100%
EDP	11 692	16 879	17 083	17 042	46%	5391	401	617	677	69%
EDP R.	2414	3387	3268	3283	35%	854	n/d	n/d	35	n/d
Galp Energia	734	3504	2173	2520	196%	1439	265	166	240	-9%
Impresa	182	213	188	n/d	3%	6	n/d	n/d	n/d	n/d
Jerónimo M.	579	228	346	273	-40%	-233	277	173	185	-33%
Mota-Engil	1742	1005	972	n/d	-44%	-770	23	23	23	0%
NOS	24	638	940	984	3899%	916	93	50	62	-33%
Portucel	368	464	307	274	-17%	-61	61	n/d	115	215
PT	4382	6613	4798	n/d	10%	416	517	1.139	278	90
REN	1931	2311	2402	n/d	24%	471	n/d	90	91	5%
Semapa	888	913	1325	1.111	49%	437	27	30	29	38
Sonae	2526	2660	1219	1251	-52%	-1307	60	66	66	70
Teixeira D.	1792	927	1173	n/d	-35%	-619	8	6	6	-17%
TOTAL	29 501	40 589	30 737	27 177	23%	6836	1760	2398	1862	5%
PSI Geral	2007	2011	2013	2014	Var 2007/2013	2007	2011	2013	2014	Var 2007/2013
C. Amorim	232	117	104	88	-55%	-127	8	13	21	24
Cimpor	1359	1623	3	3	-100%	-1356	144	136	11	n/d
Cofina	13	80	73	66	448%	60	4	1	1	-71%
F. Ramada	n/d	79	69	61	n/d	69	n/d	2	2	n/d
Media C.	103	106	114	116	11%	11	61	6	12	10
Ibersol	65	28	25	n/d	-62%	-40	1	1	1	0%
Novabase	-24	-15	-20	-7	-16%	4	n/d	4	19	6
Orey	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	0	1	n/d	3	3
Toyota C.	94	54	19	n/d	-80%	-75	6	7	n/d	n/d
TOTAL	1841	2072	357	327	-79%	-1454	224	170	71	-88%
SOMA DOS TOTAIS	31 742	43 661	37 134	37 504	17%	5382	1984	2568	1932	-3%

sas europeias a emitir dívida e a utilizar todo o montante para distribuir dividendos, em resultado de taxas de juro muito baixas". "O que acontece é que as empresas acabam por 'financiar' os acionistas através do dividendo", explicou Filipe Garcia. O também economista João César das Neves sublinha que "o problema de um endividamento exagerado é limitar o acesso a novo capital e assim limitar a liberdade dos gestores na sua ação produtiva".

Os argumentos

O compromisso, assumido pelas administrações e aprovado pelos acionistas, de uma política de remuneração constante sem comprometer os rácios financeiros surge como o principal argumento das cotadas para pagarem dividendos altos. O objetivo passa não só por premiar os acionistas mas igualmente tornar a empresa mais atrativa no mercado. Questionadas pelo Dinheiro Vivo, algumas empresas explicaram a sua política de dividendos.

"A EDP tem como política distribuir dividendos de uma forma sustentável, isto é, um retorno adequado que não ponha em causa os seus rácios financeiros e em que os resultados atualmente previstos para os anos futuros suportam a expectativa de que não será necessário uma redução no nível atual de dividendos." A empresa liderada por António Mexia garante que "tem vindo a reduzir a dívida" e que o "atual plano de negócio tem precisamente como objetivo a redução do rácio de endividamento".

Apesar de salientar que "tem mantido uma política de distribuição entre 40% e 50% dos seus resultados consolidados", a Jerónimo Martins explicou que se deste critério resultar uma diminuição de dividendo, o valor poderá ser mantido ou usadas as reservas livres "quando tal utilização não ponha em causa os princípios adotados em matéria de gestão de balanço".

Já a PT SGPS sublinhou que "as políticas de dividendos são aprovadas pelos acionistas em assembleia geral" e que "a Portugal Telecom não tinha qualquer tipo de problemas com o endividamento, a não ser no caso atípico que surgiu com a aplicação na Rioforte", onde perdeu quase 900 milhões de euros.

Entre o perigo e a atracção

A linha que separa a dívida do dividendo é ténue. Por um lado, o endividamento em excesso é prejudicial, por outro, a remuneração é a arma para manter e atrair acionistas. "O endividamento, em si mesmo, pode não ser negativo, o problema é o exagero, que pode colocar em risco o equilíbrio económico-financeiro", diz Filipe Garcia. Já João Queiroz alerta que "se o endividamento não for reprodutivo ou os seus encargos reduzirem a geração de lucros, a dívida tem um impacto pernicioso e reduz a sustentabilidade".

Qual é então a solução? "Deve existir um mix equilibrado entre remuneração acionista e equilíbrio/solidez financeira das empresas. Quando esta estiver em perigo os acionistas devem abdicar de dividendos", defende Pedro Lino.

Olhando para os números mais recentes é possível constatar que as empresas têm-se esforçado para reduzir o endividamento. Só nos últimos dois anos a dívida diminuiu 9,5%, o equivalente a quase 4 mil milhões. "Diria que esse esforço já foi maior. Hoje, com maior facilidade em aceder a crédito, essa pressão sente-se menos", diz Filipe Garcia. Quer isto dizer que, ao manterem o pagamento de dividendos, os acionistas acabaram por não pagar a austeridade? Não, segundo os especialistas.

"Pagaram com a queda do património cotado em Bolsa e tal teve impacto significativo na capacidade de crédito dos investidores", relembra João Queiroz. A ideia é partilhada por Pedro Lino: "No final, alguns terminaram por perder tudo. Os dividendos pagavam apenas o serviço da dívida e não o capital, pelo que quando os dividendos baixaram ou cessaram, os problemas aumentaram." Mais perentório, César das Neves acrescenta que "todos pagámos a austeridade. Os que têm a sua vida baseada em empresas sólidas sofreram menos do que os das empresas que foram abaixo com a crise. Mas todos pagámos a crise de várias formas".

PONTO FINAL Política de remuneração força empresas a pagar dividendos quando o desejável seria a redução do elevado endividamento.

Carlos Tavares Dividendos altos compensaram fragilidade dos acionistas

Presidente da CMVM defende que empresas mais desequilibradas financeiramente deveriam ter aproveitado mais os resultados gerados para reforçar capitais próprios



"Grau de alavancagem das empresas portuguesas é dos mais elevados na União Europeia."

— Carlos Tavares

Presidente da Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM)

As empresas portuguesas, sobretudo as mais desequilibradas financeiramente, deviam ter aproveitado mais os lucros que geraram para reforçar os capitais próprios. Quem o defende é o presidente da CMVM que, em entrevista ao Dinheiro Vivo, alerta que o aumento do endividamento continua a ter um incentivo regulamentar que será necessário eliminar. Por isso, Carlos Tavares considera desejável que os capitais próprios sejam adequadamente remunerados e que haja uma distribuição equilibrada de dividendos.

Não seria mais aconselhável se em vez de pagar aos acionistas as empresas cotadas tivessem usado os dividendos para abater a dívida?

Embora a situação não seja uniforme entre todas as empresas, pode dizer-se que em termos médios o grau de alavancagem das empresas portuguesas é dos mais elevados que encontramos na União Europeia e que isso as tem penalizado nos indicadores de risco (designadamente *ratings*) e, consequentemente, nas condições de acesso aos mercados.

Por isso, não posso deixar de concordar que teria sido desejável que as empresas mais desequilibradas financeiramente tivessem aproveitado mais os resultados que geraram para reforçar os capitais próprios e, assim, conseguir uma estrutura financeira mais sólida e comparável com os padrões internacionais.

De que forma o elevado endividamento é prejudicial para as empresas? Mas os dividendos também constituem um elemento de atracção de investidores, certo?

Como referi, o endividamento excessivo constitui um elemento de apreciação negativa do risco das empresas e cria um ciclo vicioso nas condições de acesso aos mercados. O maior grau de alavancagem das empresas portuguesas face às congéneres internacionais e o consequente acréscimo de risco é, aliás, uma das principais razões por que pagam taxas de juro mais elevadas. Além disso, a insuficiência de capitais próprios constitui uma limitação forte à capacidade de investimento e, consequentemente, de desenvolvimento das empresas, particularmente importante num período em que o crédito bancário teve de sofrer alguma contenção. É verdade que é desejável que os capitais próprios sejam adequadamente remunerados e que haja uma distribuição equilibrada de dividendos. Até porque a sua retenção nas empresas para além de certos limites não garante que seja a melhor afetação de recursos do ponto de vista da economia. Mas há que reconhecer que no período analisado se observaram taxas de remuneração (o chamado *pay-out ratio*) muito elevadas em certas empresas, em alguns casos para compensar a fragilidade financeira das suas estruturas acionistas. E essa não é uma boa razão para a distribuição de dividendos. No entanto, o aumento do endividamento continua a ter — apesar de agora limitado — um incentivo regulamentar que, em meu entender,

será necessário eliminar e que é trazido no tratamento fiscal mais favorável da dívida face ao financiamento por capitais próprios.

Considera que as empresas cotadas se têm esforçado para reduzir o seu endividamento ou esse esforço poderia ser maior?

Como disse, a situação não é uniforme entre as empresas cotadas e, como em tudo, a generalização é sempre perigosa. É verdade que podemos observar casos em que os lucros foram usados para reforçar a solidez financeira das empresas. Aliás, como se pode ver no último relatório da CMVM sobre a situação dos mercados, a análise das fontes de financiamento das empresas não financeiras em 2013 revela um contributo positivo dos capitais próprios de 601 milhões de euros e uma redução da dívida de 1729 milhões de euros. Estes números contrastam com os de anos anteriores: por exemplo em 2012, o contributo dos capitais próprios foi de 1215 milhões de euros, face a um aumento da dívida financeira de 2103 milhões de euros. O que pode revelar a tendência saudável para uma mudança de comportamento.

Pode-se afirmar que os acionistas acabaram por não pagar a austeridade?

Penso que não se poderá fazer a afirmação nesses termos gerais. Há situações muito diversas e a verdade é que, em média, a rentabilidade dos capitais próprios tem sido relativamente baixa. Note-se que, por exemplo, os acionistas de bancos não receberam dividendos na maior parte deste período e viram o seu capital erodido pelos prejuízos registados. Além disso, a remuneração dos capitais próprios ainda sofre uma dupla tributação, mesmo que atenuada. Por isso, o proveito dos acionistas tem de medir-se por todos estes indicadores e não apenas pelos dividendos distribuídos.

— Tiago Figueiredo Silva



MAIS/4-5

**Dividendos elevados
“serviram, em alguns
casos, para compensar
fragilidade financeira”
dos acionistas**

— CARLOS TAVARES
Presidente da CMVM

