

JESUS ENSINOU A DIVIDIR O PÃO, MAS E OS LUCROS? DECISÕES DE DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS DA PETROBRASⁱ

Resumo

Este caso de ensino retrata uma decisão corporativa relacionada à política de remuneração dos acionistas pela empresa Petrobras. Tal decisão estabelece um condicionamento dos pagamentos de dividendos à redução da dívida, sendo aprovada em reunião do Conselho de Administração no ano de 2019. O objetivo deste caso é fomentar o debate e difundir a importância da reflexão de questões sobre os impactos da política de dividendos dentro da empresa, e como essa decisão pode estar relacionada aos investimentos e financiamentos. A ênfase didática é voltada à alteração da política de remuneração dos acionistas, considerando a posição financeira da empresa, bem como sua proposta atrelada ao nível de endividamento. O caso apresentado possui personagens fictícios, mas os dados utilizados para sua construção são reais e estão disponíveis para consulta. As fontes para a produção do caso foram o site da Petrobras S.A., da Brasil, Bolsa, Balcão ([B]³) e de notícias. O caso pode ser utilizado em aulas de graduação, como em cursos de Administração, Ciências Contábeis, Ciências Atuárias, entre outros, como também, em cursos de pós-graduação com a temática atrelada a negócios. É possível utilizar este caso em disciplinas como: Finanças Corporativas, Governança Corporativa, Mercado de Capitais, entre outras.

Palavras-chave: Política de Dividendos, Conselho de Administração, Petrobras.

JESUS TAUGHT TO SHARE THE BREAD, BUT WHAT ABOUT PROFITS? PETROBRAS DIVIDEND DISTRIBUTION DECISIONS

Abstract

This teaching case portrays a corporate decision related to the shareholders' remuneration policy by the company Petrobras. Such a decision establishes a conditioning of dividend payments to debt reduction, being approved at a meeting of the Board of Directors in 2019. The purpose of this case is to foster debate and disseminate the importance of reflecting on questions about the impacts of dividend policy within the company, and how this decision may be related to investments and financing. The didactic emphasis is focused on changing the shareholder remuneration policy, considering the company's financial position, as well as its proposal linked to the level of indebtedness. The case presented has fictional characters, but the data used for its construction are real and are available for consultation. The sources for the production of the case were the Petrobras S.A., Brasil, Bolsa, Balcão ([B]³) and news websites. The case can be used in undergraduate classes, such as in Business Administration, Accounting Sciences, Actuarial Sciences, among others, as well as in postgraduate courses with a theme linked to business. It is possible to use this case in disciplines such as: Corporate Finance, Corporate Governance, Capital Markets, among others.

Keywords: Dividend Policy, Board of Directors, Petrobras.

1 INTRODUÇÃO: CONHECENDO A PETROBRAS

As decisões em finanças podem ser vistas em diferentes contextos e atividades. Dentre essas decisões, uma das mais importantes pode estar associada às decisões de dividendos das mais diversas

entidades de capital aberto. No mercado brasileiro de petróleo, a companhia Petrobras S.A atrelou os pagamentos de dividendos à redução da dívida em agosto de 2019, por meio de decisões tomadas em reunião do Conselho de Administração.

Josias (personagem fictício) é um especialista em investimentos que foi contratado por uma instituição financeira para elaborar um parecer robusto sobre as decisões de distribuição de dividendos da Petrobras e o impacto delas para a carteira de ativos de investidores. Josias trabalha na área financeira e possui habilidades e conhecimentos específicos para ajudar seus clientes a tomar decisões estratégicas em relação a seus investimentos. Ele possui graduação em Ciências Contábeis e em Economia, Mestrado em Ciências Contábeis, sendo certificado como profissional CFA (*Chartered Financial Analyst*). Ele apresenta um profundo conhecimento dos mercados financeiros e das tendências econômicas que influenciam os investimentos.

Josias é altamente famoso por sua capacidade robusta de analisar os riscos e oportunidades associados a classes de ativos, como ações, títulos, fundos de investimento e derivativos. Além disso, ele é capaz de avaliar o perfil de risco do cliente e constrói carteiras de investimentos sólidas, com a perspectiva de atender objetivos de longo prazo.

A instituição financeira contratante entrou em contato com Josias, por meio de uma ligação feita pelo administrador Marcos (personagem fictício). A ligação foi feita num sábado à tarde, na data 31 de agosto de 2019, por volta das 15h30, horário que Josias sempre comia um *brownie* em uma doceria próxima ao seu ambiente de trabalho - um *coworking* localizado no centro da cidade de São Paulo. Marcos anunciou a missão de Josias de, como contratado, elaborar um relatório sobre a nova política de dividendos da Petrobras, num prazo de quinze dias, recebendo um valor de R\$15.000,00 pelo relatório entregue. Josias prontamente aceitou realizar a atividade.

Logo após aceitar a missão de produção do relatório, o especialista em investimentos procurou se planejar para entregar a atividade no prazo combinado. Após se planejar, o especialista começou a coletar informações básicas da companhia. Posteriormente, resolveu se aprofundar nas decisões da empresa. Para isso, contou com o apoio de informações de sites de notícias, do Brasil, Bolsa, Balcão ([B]³) e do site da instituição.

Josias verificou que a empresa de interesse, a Petrobras, é uma sociedade anônima de capital aberto que atua de forma especializada na indústria de óleo, gás natural e energia, com ações ordinárias e preferenciais, totalizando 13.044.500.000 ações negociadas na bolsa de valores. A petroleira é uma estatal e está alocada em um setor estratégico para o desenvolvimento do país. Por conta disso, possui maior apoio do Governo Federal com parcerias estratégicas, políticas públicas e regulação que a favoreça em relação aos concorrentes. Essa sociedade é a maior empresa da América Latina e está entre as maiores empresas petrolíferas e de energia do mundo. A Petrobras detém quase a totalidade do mercado petrolífero do Brasil, principalmente nos produtos provenientes das refinarias.

O especialista de investimentos descobriu que o crescimento da empresa está relacionado ao investimento em pesquisa e tecnologia para tornar os processos de exploração, refinamento e distribuição de óleo e gás mais eficientes. A principal estratégia organizacional da companhia consiste na maximização do retorno sobre capital empregado, redução do custo de capital, busca incessante por custos baixos e eficiência, meritocracia, segurança, respeito às pessoas e ao meio ambiente.

Sobre sua estrutura acionária, o capital total da empresa é distribuído entre investidores brasileiros, investidores não-brasileiros e grupos de controle. Os grupos de controle são formados pelo Governo Federal, BNDES – Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, BNDES Participações e Fundo de Participação Social – FPS. Com posição de direito a voto, encontram-se 50,5% do total de ações.

Com reestruturações em sua governança corporativa, objetivando fortalecer a imagem corporativa, novas decisões surgiram, e uma delas foi a adoção por parte da Petrobras de uma nova

política de dividendos. Essa política define parâmetros objetivos para o pagamento de proventos, pelo qual considera o nível de endividamento da companhia e o seu fluxo de caixa. Os novos parâmetros surgiram por dois motivos principais: (a) tentar agradar os investidores e (b) reduzir o montante de dívida da empresa.

A antiga política de remuneração declarava que os acionistas teriam direito a receber, em cada exercício social, dividendos e/ou juros sobre capital, que não poderiam ser inferiores a 25% do lucro líquido ajustado, sendo os dividendos obrigatórios na forma da Lei das Sociedades por Ações, rateado pelas ações em que se dividir o capital da companhia (art. 8º do Estatuto Social).

Josias se preocupou em contextualizar os seguintes pontos em seu relatório: como aconteceu a decisão da Petrobras sobre a nova reforma na política de distribuição de dividendos; qual a situação da petroleira em relação ao endividamento; opiniões reais de especialistas; e dados financeiros da empresa. Com a leitura do relatório elaborado, os contratantes serão levados a compreender a situação da empresa e a tirar suas próprias conclusões sobre a decisão tomada pelos conselheiros de administração.

2 A NOVA POLÍTICA DE REMUNERAÇÃO DA PETROBRAS

Antes de procurar informações sobre a nova política, Josias buscou informações sobre a antiga política de remuneração da companhia. Era dois de setembro de 2019, uma segunda-feira chuvosa, e ele estava entusiasmado para entregar um dos melhores trabalhos que já fez na vida. Essa antiga política da companhia, refletia o que estava disposto no Estatuto Social. Tal política foi definida em 08/05/2018, passando a ser denominada Política de Remuneração aos Acionistas. Ela apresentava, entre outras coisas, a seguinte declaração: “os acionistas terão direito, em cada exercício, aos dividendos e/ou juros de capital próprio, que não poderão ser inferiores a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado, na forma da Lei das Sociedades por Ações, rateado pelas ações em que se dividir o capital da Companhia (Artigo 8º)”. Essa política de remuneração aos acionistas adotada pela companhia não menciona elementos de decisões corporativas, que possam estar ligadas diretamente à distribuição de dividendos, como por exemplo, políticas de investimentos e de estrutura de capital.

Josias, ao perceber que estava conseguindo capturar as informações da companhia com facilidade, decidiu marcar uma reunião presencial com os gestores da instituição financeira, na empresa sede da contratante. Logo, entrou em contato com Marcos e decidiram se encontrar na data quatro de setembro de 2019, uma quarta-feira, às 14h00. Após marcar a reunião, ele continuou a sua busca por informações.

Ele verificou que o Conselho de Administração da companhia Petrobras S.A aprovou uma nova política de remuneração aos acionistas em agosto de 2019. Essa nova política estabeleceu parâmetros objetivos para o pagamento de proventos (dividendos e juros sobre capital próprio), considerando o nível de endividamento da companhia e o seu fluxo de caixa. Tal política atrela o pagamento de dividendos à redução de dívida. Em caso de endividamento bruto, incluindo os compromissos relacionados a arrendamentos mercantis, inferior a US\$ sessenta bilhões, a companhia poderá distribuir aos seus acionistas sessenta por cento da diferença entre o fluxo de caixa operacional e os investimentos, conforme definido:

$$Remuneração_t = (FCO_t - CAPEX_t) * 60\% \quad (1)$$

Em que: Remuneração representa os proventos destinados aos acionistas no momento t ; FCO representa o Fluxo de Caixa Operacional no momento t ; e CAPEX significa investimentos de capital no momento t .

Já no caso de endividamento bruto, incluindo os compromissos relacionados a arrendamentos mercantis, superior a US\$ sessenta bilhões, a companhia pode distribuir aos seus acionistas os dividendos mínimos obrigatórios previstos em lei e no Estatuto Social. Josias investigou o motivo declarado pela companhia para definir a referida regra em sua distribuição de dividendos. A petroleira declarou que os critérios utilizados permitem equilibrar a distribuição da remuneração aos acionistas com a manutenção de sua capacidade de investimento e a sustentabilidade financeira. Além disso, essa decisão entra em consonância com a estratégia de redução do endividamento e a busca pela maior geração de valor para os acionistas.

Na busca de mais informações que justifiquem a adoção dessas regras, o especialista de investimentos identificou que essa medida buscou reforçar a importância do Programa de Parcerias e Desinvestimentos para a redução do seu nível de endividamento e geração de valor através da gestão ativa de portfólio, alinhada ao Plano Estratégico e Plano de Negócios e Gestão 2019-2023. A política estratégica anterior havia sido aprovada no dia 28 de setembro de 2016, e estava fundamentada nas disposições constantes no Estatuto Social da Companhia e na Lei 6.404/76 (Lei das Sociedades por Ações).

Além das informações encontradas com base em falas de executivos e relatórios da própria petroleira, Josias foi em busca de opiniões (disponíveis em sites de notícias) de analistas que têm acompanhado as decisões da companhia há um bom tempo. Ele verificou que os analistas do *Credit Suisse* e Bradesco BBI consideram a nova política de vincular dividendos ao nível de endividamento e fluxo de caixa uma “boa jogada”, pois segundo eles, demonstra o reforço à garantia de que o processo de desalavancagem seja concluído.

Na perspectiva dos analistas da Morgan Stanley, tal política de dividendos preserva a estrutura de capital e compartilha fluxos de caixa futuros com acionistas minoritários. Para eles, a distribuição de dividendos estaria, portanto, alinhada com as métricas operacionais e não estaria sujeita a ganhos ou perdas pontuais e não-caixa, aponta o Morgan. Diante dessa situação, o interesse de vários investidores é despertado, especialmente aqueles considerados fundamentalistas.

Em busca de obter mais dados, Josias foi atrás de históricos anteriores de pagamento de dividendos da Petrobras. O especialista em investimentos verificou que a organização possui um histórico positivo de pagamento de dividendos, mesmo em momentos de prejuízos. Ele classificou o histórico como positivo a partir da constatação de que: (a) nos anos de 2015 e 2016, mesmo com resultados negativos, a companhia distribuiu R\$ 220 milhões e R\$ 413 milhões em proventos, respectivamente; e (b) em 2018, o volume de fluxos de caixa apresentou resultados significativos, com um montante de R\$ 7,05 bilhões, e com um respectivo pagamento de dividendos na casa dos bilhões (US\$ 1,8 bilhão).

Ao verificar que o Bradesco BBI realizou uma simulação com os dados de 2018 da Petroleira, Josias achou crucial anotar o achado da instituição. O Bradesco BBI avaliou que, enquanto a Petrobras pagou cerca de US\$ 1,8 bilhão em dividendos em 2018, com a nova política, a empresa poderia ter distribuído cerca de US\$ 8,5 bilhões, caso a dívida bruta da empresa já estivesse abaixo do limite. Apesar desse resultado expressivo, as estimativas da equipe de análise indicaram que isso apenas seria possível se a Petrobras não subsidiasse os preços dos combustíveis de 2010 a 2014, que adicionaram por volta de US\$ 40 bilhões à dívida bruta da empresa. Dessa forma, problemas que podem invalidar esta política podem ser encontrados, devido ao histórico da empresa.

Além disso, os analistas destacam que, a dívida bruta chega a aproximadamente US\$ 102 bilhões, no ano de 2019, e não a enxergam abaixo de US\$ sessenta bilhões pelo menos nos próximos três anos. Portanto, essa nova política de dividendos só deve ser operacionalizada após 2022. Ressalta-se que os analistas não consideraram a venda de refinarias no modelo de cálculo, sendo um

fator significativo para a empresa se aproximar do limite de endividamento. Todavia, eles consideram a nova política qualitativamente positiva, pois incentiva a administração a se esforçar para reduzir sua dívida.

Diante das informações apuradas por Josias, surge um dilema: quais são os motivos para a companhia implementá-la no ano de 2019, e quais as implicações? Com base nos dados apresentados, o Josias precisará formular suas hipóteses e chegar a conclusões que resultarão na construção de um parecer robusto sobre a nova política de distribuição de dividendos e o impacto dela para os investidores. O próximo passo de investigação por parte de Josias foi coletar dados contábeis da Petrobras, que podem ser apreciados na próxima seção deste caso.

Os dados contábeis servem para apoiar a interpretação da situação financeira da empresa e sustentar as relações com as teorias diante do contexto apresentado. Josias organizou os dados de patrimônio, de resultado, de retorno, fluxos de caixa e distribuição de proventos na Tabela 1 com o intuito de demonstrar números que auxiliem os leitores a responder às questões levantadas. Os dados seguem um intervalo temporal de 2015 a 2019, com valores em mil (exceto o *Return On Equity* - ROE) e indicadores calculados a partir dos dados brutos.

Tabela 1

Dados contábeis, econômicos e financeiros (valores em mil)

	2015	2016	2017	2018	2019
RESULTADO					
Receita Líquida	321.638.000	282.589.000	283.695.000	349.836.000	302.245.000
EBIT	-13.188.000	16.482.000	37.773.000	64.876.000	81.701.000
Lucro Líquido	-35.171.000	-13.045.000	377.000	26.698.000	40.970.000
PATRIMONIAL					
Ativo Total	900.135.000	804.945.000	831.515.000	860.473.000	926.011.000
Caixa e Eq. de Caixa	97.845.000	69.108.000	74.494.000	53.854.000	29.714.000
Dívida Bruta	493.023.000	385.784.000	361.483.000	326.876.000	351.161.000
Patrimônio Líquido	254.731.000	250.230.000	263.985.000	277.225.000	295.541.000
FLUXOS DE CAIXA					
Operacional	86.670.000	89.709.000	86.467.000	95.846.000	101.766.000
Investimento	-44.152.000	-40.064.000	-35.218.000	-17.788.000	-7.952.000
Financiamento	-12.520.000	-66.726.000	-46.482.000	-107.040.000	-126.336.000
INDICADORES*					
ROE	-11,39%	-5,12%	0,15%	10,11%	14,78%
CAPEX	71.655.000	49.744.000	43.853.000	43.718.000	34.039.000
HISTÓRICOS DE DIVIDENDOS					
Dividendos	220.000	413.000	498.000	7.055.000	10.682.000

Nota. *Indicadores calculados por meio de dados da Brasil, Bolsa, Balcão (B3); Dados coletados na B3.

Na quarta-feira, Josias chegou pontualmente na reunião presencial. Marcos teve alguns imprevistos e chegou trinta minutos após o horário combinado (14h30) e pediu desculpas. Josias, com essas informações coletadas, tinha preparado uma breve apresentação, e destacou os pontos mais relevantes, expondo-os de forma clara e objetiva na reunião. Ao final, Marcos expressou satisfação

com o trabalho realizado pelo analista, elogiando sua capacidade analítica. Durante a reunião, Marcos e Josias chegaram ao consenso de que ainda existem perguntas a serem respondidas. Logo após a reunião, finalizada às 15h30, o especialista em investimentos imediatamente voltou ao *coworking* na tentativa de respondê-las.

As perguntas pendentes de serem respondidas por Josias são: Quais poderiam ser as principais motivações para essa alteração na política de dividendos? A decisão de alterar a política de dividendos pode sinalizar perspectivas para o mercado? A prática de alterar a política de dividendos pode trazer implicações? Como relacionar o caso da Petrobras com a teoria do ciclo de vida das empresas? A alteração da política de dividendos tem a capacidade de atrair mais investidores?

3 REFERÊNCIAS

- (2021, janeiro 05). Apresentações, relatórios e eventos. 2021. Recuperado de <https://www.investidorpetrobras.com.br/apresentacoes-relatorios-e-eventos/relatorios-anuais/>.
- (2020, novembro 08). Maiores dividendos e lucros de companhias listadas na bolsa. Recuperado de <https://economia.uol.com.br/cotacoes/noticias/redacao/2019/03/28/maiores-dividendos-e-lucros-de-companhias-listadas-na-bolsa.htm>.
- (2020, novembro 02). Petrobras muda política de pagamento de dividendos acionistas. Recuperado de <https://oglobo.globo.com/economia/petrobras-muda-politica-de-pagamento-de-dividendos-acionistas-23912295>.
- (2020, novembro 02) Petrobras altera política de dividendos e tem vitória no carf-4 empresas estudam captação e mais notícias. Recuperado de <https://www.infomoney.com.br/mercados/petrobras-altera-politica-de-dividendos-e-tem-vitoria-no-carf-4-empresas-estudam-captacao-e-mais-noticias/>.
- (2020, novembro 10). Petrobras muda política de remuneração ao acionista. Recuperado de <https://forbes.com.br/last/2019/08/petrobras-muda-politica-de-remuneracao-ao-acionista/>.
- (2020, setembro 09). Petrobras muda política e se credencia para ser grande pagadora de dividendos a partir de 2021. Recuperado de <https://www.infomoney.com.br/negocios/petrobras-muda-politica-e-se-credencia-para-ser-grande-pagadora-de-dividendos-a-partir-de-2021/>.

4 NOTAS DE ENSINO

Esta seção é destinada aos docentes que irão aplicar o caso com os alunos. O intuito é que os professores tenham um guia para aplicação e discussão do caso com os alunos.

4.1 Objetivos da análise

O caso que envolve a Petrobras S.A. pode ser utilizado em aulas de graduação, como em cursos de Administração, Ciências Contábeis, Ciências Atuárias, entre outros, como também, em cursos de pós-graduação com a temática atrelada a negócios. É possível utilizar este caso em disciplinas como: Finanças Corporativas, Governança Corporativa, Mercado de Capitais, entre outras. O objetivo deste manuscrito é fazer com que os alunos reflitam sobre as decisões de políticas de dividendos, suas implicações e relações com as teorias.

4.2 Fontes de dados

O caso apresentado não é fictício e os dados utilizados para sua construção estão disponíveis para consulta. As fontes para a produção do caso foram: o site da Petrobras S.A., o site da Brasil, Bolsa, Balcão ([B]³) e sites de notícias. As referências utilizadas para a construção do caso podem ser visualizadas com maiores detalhes na sua respectiva seção. Vale destacar que a coleta dos dados econômicos e financeiros foi feita exclusivamente na página web da [B]³.

4.3 Tópicos Pedagógicos

Para aplicação do caso de ensino, os estudantes devem ter conhecimento prévio de alguns assuntos específicos e os professores aplicadores necessitam se certificar de que eles conheçam. Alguns temas recomendados que os alunos precisam conhecer para aprofundamento no caso são: títulos financeiros, participantes do mercado de capitais (investidores, emissores, intermediários financeiros, reguladores etc.), política de dividendos, teoria da sinalização, ciclo de vida organizacional e análise de demonstrações contábeis (balanço patrimonial, Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e Demonstração de Fluxo de Caixa (DFC)).

4.4 Organização da aula para aplicação do estudo de caso

Para concretizar os objetivos propostos por este caso para ensino, o professor deverá dividir a sala em grupos de 4 a 5 pessoas para melhor aproveitamento do conteúdo em relação ao tempo destinado à execução da atividade. O momento da divisão dos grupos fica a critério do professor, podendo ser antes ou no início da aula para aplicação do estudo. É recomendado que os professores forneçam o caso (até a seção três de referências) para os estudantes realizarem a leitura inicial uma semana antes do encontro em sala de aula.

Durante o encontro é sugerida a sequência das seguintes etapas: (a) leitura, discussão e resolução das perguntas propostas no caso; (b) discussão ampliada com todos os estudantes; e (c) considerações finais do professor em relação ao caso. No Quadro 1 é possível denotar o detalhamento de cada uma das etapas.

Quadro 1

Detalhamento das etapas sugestivas de aplicação do caso para ensino

Tempo: 2 horas e 10 minutos	Etapas
1 hora e 15 minutos	Leitura, discussão e resolução das perguntas: <ul style="list-style-type: none">• Leitura do caso pelos alunos;• Discussão entre equipes de quatro a cinco alunos sobre o enredo do caso;• Resolução dos questionamentos apresentados.
45 minutos	Discussão ampliada com todos os estudantes: <ul style="list-style-type: none">• Os grupos de quatro a cinco alunos serão desfeitos para a discussão ocorrer entre todos os presentes em sala de aula.
10 minutos	considerações finais do professor: <ul style="list-style-type: none">• Com o apoio da análise disponibilizada pelos autores, o professor deverá utilizar da habilidade de síntese para repassar as principais ideias do caso.

Nota. Elaboração própria (2021)

Ressalta-se que o professor deve estar atento em relação ao tempo disponível para os estudantes finalizarem cada etapa. O Quadro 1 dispõe de etapas sugestivas para aplicação do caso em sala de

aula. A depender de características singulares de cada aula ou disciplina, o docente possui a liberdade de realizar adaptações ou de não seguir as etapas sugestivas.

4.5 Revisão da Literatura: Política de Dividendos, Teoria da Sinalização e Teoria do Ciclo de Vida

A discussão sobre política de dividendos é uma das mais instigantes no ambiente do mercado de capitais (mercado que permite a emissão e comercialização de instrumentos financeiros, tais como ações, títulos e outros valores mobiliários). Essa discussão surge com os trabalhos seminais de Lintner (1956) e Gordon (1959) que documentaram a relevância das políticas de dividendos para os investidores.

O índice de distribuição de dividendos refere-se ao percentual de lucros distribuídos como dividendo aos acionistas da organização. O processo de determinação do percentual a ser distribuído entre os acionistas é conhecido como política de dividendos. As decisões sobre a política de dividendos são cruciais para as empresas, pois muitos investidores consideram essa política no momento de avaliar um ativo financeiro (Dichev, 2020).

Contrariando a ideia de Lintner (1956) e Gordon (1959) sobre a relevância das políticas de Miller e Modigliani (1961), apontam as políticas de dividendos como irrelevantes para os acionistas, e conseqüentemente, para o valor da empresa. Desde então, a política de dividendos vem sendo estudada, associada a diversas teorias das finanças empresariais. Uma das teorias é a teoria da agência, em que pressupõe um conflito de interesses causado pela separação entre propriedade e controle dos recursos. Jensen e Meckling (1976) demonstraram matematicamente a existência de custos de agência decorrentes dos conflitos entre acionistas e executivos, bem como entre acionistas e credores. Tal evidência demonstrou que os conflitos de interesse entre acionistas e gestores são relacionados com o objetivo principal de cada um, de maximizar as suas próprias utilidades.

Os gestores possuem mais informações sobre as perspectivas futuras de investimentos e de dividendos que os acionistas, tendo um nível de assimetria de informação entre eles. No que diz respeito a política de dividendos e a de investimentos, outras teorias ganham espaço, como a pecking order theory, que pressupõe que as empresas seguem um nível hierárquico na utilização de recursos, definindo quais as fontes de captação de recursos as empresas buscam para financiar seus investimentos. Segundo a pecking order theory, as empresas preferem usar lucros retidos a contrair dívidas onerosas e, no caso de a necessidade de investimentos superar tais recursos, preferem emitir títulos de dívidas (debêntures) a emitir ações (Martins & Famá, 2012).

As políticas de dividendos, de investimento e de financiamento estão interligadas. Nesse contexto, surge a teoria da sinalização formulada por Spence (1973), que aponta para um descompasso de informação entre administradores e acionistas, levando os gestores a configurar os investimentos, a estrutura de capital e os dividendos das empresas, sinalizando para o mercado as perspectivas futuras destas (Martins & Famá, 2012). Nesse caso, uma alteração em algumas das políticas citadas pode levantar questionamentos sobre as motivações, desafios e as possíveis vantagens ou desvantagens dessas mudanças.

Para Spence (1973), onde há assimetria de informação, os sinais funcionam como ferramentas de discriminação, sendo capazes de alterar as crenças e transmitir informações a outros indivíduos. Desse modo, as empresas podem fornecer a informação necessária aos interessados, a fim de melhorar a decisão do investidor. Essas informações enviadas para o mercado, podem ser interpretadas como sinais positivos e negativos. Uma redução no valor dos dividendos opera como um sinal negativo, pois, geralmente, essa situação termina afetando o preço da ação, induzindo uma queda, logo é uma má notícia (González, 1998; Santos, 2008), no entanto, quando aumenta os dividendos, pode ser

interpretado como uma boa notícia, e o mercado tende a reagir positivamente, pois cresce a confiança na empresa (Santos, 2008).

O modelo dos estágios de ciclo de vida organizacional, que incorpora as etapas de nascimento, crescimento, maturidade, turbulência e declínio, tem sido utilizado para ajudar a compreender o desenvolvimento das organizações ao longo do tempo e a explicar decisões financeiras (Salsa, 2010). Miller e Modigliani (1963) indicaram que o ciclo de vida organizacional pode afetar a política de dividendos; sendo assim, as empresas classificadas no estágio de maturidade tendem a aumentar o pagamento de dividendos em relação às classificadas em fases iniciais (nascimento e crescimento). Por outro lado, Mueller (1972) relaciona os estágios de crescimento e amadurecimento como períodos em que os gestores tendem a optar por reinvestir seus lucros, ao invés de remunerar os acionistas.

Miller e Frisen (1984) evidenciaram que os estágios de maturidade e declínio indicam características mais conservadoras das empresas, portanto, quando classificadas nestes estágios, pagam menos dividendos. Em pesquisa semelhante, os autores Anthony e Ramesh (1992) encontraram resultados que apontam que empresas em fase de crescimento pagam menos dividendos do que empresas em estágio de maturidade. Além desses achados, outras pesquisas evidenciaram que a política de dividendos é afetada pelos estágios de ciclo de vida organizacional (Bhattacharya, Chang & Li, 2019; Habib & Hasan, 2019; Meza, Báez, Rodriguez & Toledo, 2020).

4.6 Questões para discussão

Nesta subseção serão apresentadas questões para discussão do caso com possíveis respostas. É interessante utilizar as referências recomendadas para fundamentar a discussão. Adicionalmente, os professores podem incentivar os alunos a utilizarem das referências recomendadas para ajudar a responder às questões.

5.6.1 Questão 1: Como essa nova política de dividendos se diferencia da antiga? E por que isso importa?

A antiga política declara que os Acionistas têm direito a receber, em cada exercício social, dividendos e/ou juros sobre capital, que não poderão ser inferiores a 25% do lucro líquido ajustado (dividendos obrigatórios), na forma da Lei das Sociedades por Ações, rateado pelas ações em que se dividir o capital da Companhia (art. 8º do Estatuto Social). A principal mudança trazida é que, conforme a Política de Remuneração do Acionistas é que, em caso de endividamento bruto, incluindo os compromissos relacionados a arrendamentos mercantis, inferior a US\$ 60 bilhões, a companhia poderá distribuir aos seus acionistas 60% da diferença entre o fluxo de caixa operacional e os investimentos. No entanto, sendo o endividamento bruto superior a US\$ 60 bilhões, a Companhia poderá distribuir aos seus acionistas os dividendos mínimos obrigatórios previstos em lei e no Estatuto Social. Em outras palavras, a distribuição de dividendos está atrelada à dívida e ao fluxo de caixa, deixando o lucro em segundo plano.

5.6.2 Questão 2: Com base nas informações apresentadas, destaque qual(is) poderiam ser a(s) principal(is) motivações para essa alteração na política de dividendos? Justifique sua resposta.

Uma possível motivação seria de fato alcançar o objetivo traçado na sua estratégia relacionada à redução do endividamento, pois ao conjugar esse processo de desalavancagem com o pagamento de dividendos, de certa forma, faz com que os acionistas minoritários, em busca de recebimento de dividendos, pressionem os administradores. Assim, haveria um esforço maior por parte destes em alcançar tal objetivo e satisfazer as necessidades de ambas as partes. Além disso, segundo as

avaliações dos analistas, essa nova política pode colocar a companhia como uma das maiores pagadoras de dividendos. Todavia, a própria companhia declara que a nova política é no sentido de permitir o equilíbrio entre a remuneração aos acionistas com a sustentabilidade financeira e a manutenção de sua capacidade de investimento, ou seja, uma moderação entre as três principais decisões corporativas: investimentos, financiamentos e dividendos.

5.6.3 Questão 3: As decisões de dividendos podem se relacionar com algumas teorias e evidências empíricas encontradas na área de finanças. A partir dessa declaração, discorra sobre:

a) A decisão de alterar a política de dividendos pode sinalizar perspectivas para o mercado? Como essa prática pode possuir alguma relação com a teoria da sinalização?

Sim, essas mudanças nas políticas de remuneração aos acionistas podem ser impulsionadas por algumas motivações ou até mesmo expectativas. Estas perspectivas podem ser relacionadas com a Teoria da Sinalização, pois conforme Miller e Rock (1985), pela abordagem de expectativas racionais que, tanto os anúncios de dividendos quanto de financiamento das organizações, são fornecidas informações ao mercado. Nesse contexto, devido ao descompasso de informações entre administração e acionistas, os gestores podem usar a estrutura de capital e os dividendos para sinalizar a respeito das perspectivas futuras das empresas. Nesse caso, essa notícia envolvendo o pagamento de dividendos condicionado à redução do endividamento, sinaliza para o mercado, justamente uma estratégia de preservação da estrutura de capital, além de uma perspectiva de aumentar o volume de dividendos, impulsionar a geração de fluxo de caixa livre, e compartilhar esses fluxos de caixa futuros com os acionistas e potenciais investidores que venham adquirir papéis da companhia.

b) A mudança na política de dividendos foi bem recebida pelo mercado, segundo os analistas que a declaram como uma “boa jogada”. Com base na literatura, explique como a prática de alterar a política de dividendos pode trazer implicações.

Apesar dessa decisão ser permitida, de acordo com estatuto social de cada empresa, e ter sido aceita por determinados grupos de analistas, segundo alguns estudos, existe uma preocupação por parte dos gestores em alterar a política de remuneração dos acionistas. As evidências apontam que, normalmente, os gestores são relutantes em alterar a política de dividendos da empresa por receio de terem que reverter sua decisão no futuro. Por exemplo, suponhamos que uma empresa perca a capacidade de manter um alto pagamento de dividendos, a realização de um corte futuro nos dividendos poderia ser mal interpretada pelos investidores, causando queda no valor de negociação das ações (Lintner, 1956).

c) De acordo com os analistas, a mudança impacta significativamente no volume de dividendos, tornando a empresa uma das maiores pagadoras de dividendos da [B]³. Geralmente empresas pagadoras de dividendos são consideradas desenvolvidas pelos *stakeholders*. Diante disso, como relacionar o caso da Petrobras com a teoria do ciclo de vida das empresas?

Os dividendos possuem uma relação com o ciclo de vida da empresa. Nos estágios iniciais, onde as empresas procuram um crescimento mais elevado, o pagamento de dividendos tende a ser mais baixo ou até mesmo zero. Já em um estágio mais consolidado, onde há um crescimento estável e lucros futuros previsíveis, a distribuição de lucros tende a ser mais elevada, aumentando suavemente com o tempo (Lintner, 1956; Lima, Carvalho, Paulo, & Girão, 2015; Victor, Carpio, & Vendruscolo,

2018). Uma maneira de identificar os estágios do ciclo de vida de uma companhia, pode ser com base na abordagem proposta por Dickinson (2011), que sugere uma metodologia de classificação do ciclo de vida a partir dos fluxos de caixa, os quais fornecem uma relevante compreensão do desempenho e alocação dos recursos da empresa. Sendo composta por cinco estágios – Nascimento (Introdução), Crescimento, Maturidade, Turbulência (*Shake-Out*) e Declínio, conforme tabela a seguir:

Tabela 2

Classificação dos estágios de ciclo de vida

Estágio do Ciclo de Vida/ Fluxo de Caixa	Operacional	Investimento	Financiamento
Introdução (Nascimento)	–	–	+
Crescimento	+	–	+
Maturidade	+	–	–
Turbulência (<i>Shake-Out</i>)	+	+	+
	–	–	–
Declínio	+	+	–
	–	+	+
	–	+	–

Nota. adaptado de Dickinson (2011)

Embora exista a necessidade de reinvestimento em despesas de capital, porém, em menor volume que nas fases de Nascimento e Crescimento (Dickinson, 2011; Victor, Carpio & Vendruscolo, 2018). No estágio de maturidade, a firma opera de forma mais diversificada, e há uma maximização do seu valor resultante das reduções no custo de capital e do risco (Lima, Carvalho, Paulo & Girão, 2015).

Analisando os dados da Petrobras S.A, se olharmos para a Demonstração de Fluxos de Caixa (investimentos), observamos que já houve uma considerável redução em 2018-2019 nos montantes relacionados à saída de caixa.

Tabela 3

Caixa líquido atividades de investimento de 2018 e 2019

Conta	Descrição	31/12/2018	31/12/2019
6.02	Caixa Líquido Atividades de Investimento	-17.788.000	-7.952.000

Nota. Demonstração dos fluxos de caixa da Petrobras

Além disso, de acordo com a classificação proposta por Dickinson, (2011) e os dados financeiros da companhia podemos identificar o estágio de ciclo de vida que a empresa se encontra.

Tabela 4

Fluxos de caixa da Petrobras de 2015 a 2019

Descrição	31/12/2015	31/12/2016	31/12/2017	31/12/2018	31/12/2019
Caixa Líquido Atividades Operacionais	86.670.000	89.709.000	86.567.000	95.846.000	101.766.000

Caixa Líquido Atividades de Investimento	-44.152.000	-40.064.000	-35.218.000	-17.788.000	-7.952.000
Caixa Líquido Atividades de Financiamento	-12.520.000	-66.726.000	-46.582.000	-107.040.000	-126.336.000

Nota. demonstração dos fluxos de caixa da Petrobras (2015 a 2019)

Podemos observar pela tabela acima, considerando a classificação dos estágios de ciclo de vida com base nos fluxos de caixa, que a empresa se encontra em estágio de maturidade desde o ano de 2015. Na maturidade os objetivos estratégicos da empresa são voltados à maximização das margens de lucro e aumento da rentabilidade, a partir da redução dos custos (Lima, Carvalho, Paulo & Girão, 2015). Isso está alinhado com a literatura apresentada, de que, as expectativas de investimento a curto prazo, estão limitadas. Logo, quando alcançam seu ciclo de maturidade e, não veem expectativa de um maior crescimento no curto prazo, há uma maior tendência para a distribuição dos lucros.

d) Explique como essa alteração da política de dividendos tem a capacidade de atrair mais investidores.

Muito embora tenha o aspecto da incerteza atrelada à redução do endividamento, isto é, essa nova política de distribuição de dividendos só vale se o indicador de dívida for atendido, a nova política sugere que haja um reforço de que a prioridade da administração seja garantir que o processo de desalavancagem seja concluído. Além disso, na própria literatura de finanças é mencionada uma preferência por empresas que pagam dividendos, sustentada pela teoria do “pássaro na mão”. Os precursores da discussão sobre a relevância da política de dividendos são os clássicos estudos de Lintner (1956) e Gordon (1959), declarando que os investidores têm menos certeza de receber o ganho de capital futuro do que os dividendos presentes. Em outras palavras, os investidores tendem a preferir o recebimento de dividendos à ganhos de capital. Além disso, tem a figura do “Efeito Clientela” que corresponde ao poder que a política de dividendos proposta por uma entidade possui em atrair ou até mesmo afastar pessoas interessadas no pagamento de dividendos. No caso do Brasil seria atrativo, pois os dividendos não são tributados. Sendo assim, os acionistas que não estão sujeitos a uma alíquota de imposto de renda sobre dividendos tenderiam a preferir que as empresas paguem dividendos (Miller & Modigliani, 1961).

4.7 Referências utilizadas e recomendadas

- Anthony, J. H., & Ramesh, K. (1992). Association between accounting performance measures and stock prices: A test of the life cycle hypothesis. *Journal of Accounting and Economics*, 15, 203–227.
- Bhattacharya, D., Chang, C.-W., & Li, W.-H. (2019). Stages of firm life cycle, transition, and dividend policy. *Finance Research Letters*. <https://doi.org/10.1016/j.frl.2019.06.024>
- Dichev, I. D. (2020). Fifty years of capital markets research in accounting: Achievements so far and opportunities ahead. *China Journal of Accounting Research*, 13(3), 237–249. <https://doi.org/10.1016/j.cjar.2020.07.005>
- Dickinson, V. (2011). Cash flow patterns as a proxy for firm life cycle. *The Accounting Review*, 86(6), 1969–1994.

- González, P. G. (1998). As mudanças nas políticas de dividendos e o mercado financeiro. *Caderno de Estudos*, 01-12.
- Gordon, M. J. (1959). Dividends, earnings, and stock prices. *The Review of Economics and Statistics*, 41(2 Part 1), 99-105.
- Habib, A., & Hasan, M. M. (2019). Corporate life cycle research in accounting, finance and corporate governance: A survey, and directions for future research. *International Review of Financial Analysis*, 61, 188–201. <https://doi.org/10.1016/j.irfa.2018.12.004>.
- Lima, A. S. D., Carvalho, E. V. A. D., Paulo, E., & Girão, L. F. D. A. P. (2015). Estágios do ciclo de vida e qualidade das informações contábeis no Brasil. *Revista de Administração Contemporânea*, 19(3), 398-418.
- Lintner, J. (1956). Distribution of incomes of corporations among dividends, retained earnings, and taxes. *The American Economic Review*, 46(2), 97-113.
- Martins, A. I., & Famá, R. (2012). O que revelam os estudos realizados no Brasil sobre política de dividendos? *Revista de Administração de Empresas*, 52, 24-39
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A longitudinal study of the corporate life cycle. *Management Science*, 30, 1161-1183.
- Miller, M. H., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411-433.
- Miller, M. H., & Rock, K. (1985). Dividend policy under asymmetric information. *The Journal of Finance*, 40(4), 1031-1051.
- Mueller, D. C. (1972). A Life Cycle Theory of the Firm. *The Journal of Industrial Economics*, 20 (3), 199-219.
- Spence, M. (1978). Job market signaling. In *Uncertainty in economics* (pp. 281-306). Academic Press.
- Salsa, M. L. C. R. (2010). Política de dividendos e ciclo de vida das empresas. *Revista Encontros Científicos - Tourism & Management Studies*, 6, 162-174
- Santos, R. F. C. (2008). *Perfil dos acionistas controladores das empresas brasileiras e suas implicações para a política de dividendos* [Dissertação de Mestrado, Universidade de São Paulo].
- Victor, F. G., Carpio, G. B., & Vendruscolo, M. I. (2018). Ciclo de vida das companhias abertas brasileiras como determinante de sua estrutura de capital. *Revista Universo Contábil*, 14(1), 50–71.

Autoria:

Dener Matheus da Silva Viana - denermatheus81@hotmail.com



