

A RETENÇÃO DE LUCROS COMO FORMA DE FINANCIAMENTO DE INVESTIMENTOS: O CASO VALE S/A

Jackson de Paula Brugiolo

Aluno do Curso de Especialização em Finanças da UFJF

Anderson Rocha Valverde

Professor do Curso de Especialização em Finanças da UFJF

Marcus Vinicius David

Professor da FACC - UFJF

RESUMO

Com a crescente complexidade e concorrência no mundo dos negócios, associado à imensa dificuldade e aos altos custos que as empresas brasileiras possuem para obter financiamentos de longo prazo, a retenção de lucros apresenta-se como uma das principais formas de financiamento dos investimentos de longo prazo. Equilibrar as necessidades e as estratégias de investimentos por parte da empresa com os interesses dos acionistas sem prejudicar a estrutura financeira da empresa é um tema de suma importância para as corporações. Seguindo tal linha, o presente estudo se propõe a analisar a retenção de lucros como forma de financiar os investimentos na empresa Vale S/A, onde foi analisado o ano de 2011 comparando o resultado com os anos de 2009 e 2010, além do orçamento de capital aprovado para o ano de 2012. O estudo se baseia nas demonstrações financeiras da empresa obtidas no site da Bovespa e literatura complementar de apoio. Os resultados indicam que a empresa, no período de 2009 a 2011, apresentou queda contínua na política de pagamento de dividendos aos acionistas, mas em contrapartida aumentou seguidamente os valores destinados para a reserva de expansão e investimentos.

Palavras-chave: Retenção de lucros, Financiamento, Investimentos.

ABSTRACT

With the increasing complexity and competition in the business world, associate with the immense difficulty and high costs that Brazilian companies have to obtain long-term financing, retained earnings is presented as a main form of financing long-term investments. Balancing the needs and investment strategies for the company with the interests of shareholders without impairing the company's financial structure is a topic of great importance to corporations. Following this line, the present study aims to examine the retention of profits in order to finance the investment, which was considered the year 2011 comparing the result with the years 2009 and 2010, in addition to the approved capital budget for the year 2012 company Vale S/A. The company in the period 2009-2011 fell continuous policy of paying dividends to shareholders, but in return then increased the amounts allocated to the reserve for expansion and investment. The study is based on the financial statements obtained from the website of the Bovespa and complementary literature support.

Keywords: Retained earnings, Financing, Investments.

1. INTRODUÇÃO

O estudo das finanças no ambiente empresarial proporciona melhores condições e capacidade para que o gestor possa corretamente tomar decisões e conseqüentemente mais possibilidades de garantir a manutenção e continuidade das empresas no mercado. A administração financeira pode ser interpretada como uma ferramenta ou técnica utilizada para controlar de forma mais eficaz os recursos disponíveis numa organização. Através dela, consegue-se definir políticas de concessão de créditos, investimentos e planejamento, além de permitir analisar as melhores formas para obtenção de recursos visando financiar operações e atividades da empresa que levem ao desenvolvimento e maximização dos lucros sem gerar gastos desnecessários. A correta gestão dos recursos possibilita a realização das atividades de forma planejada, almejando sempre a maximização dos resultados.

Administrar é essencialmente tomar decisões e a continuidade de qualquer empresa depende essencialmente da qualidade das decisões tomadas por seus administradores no vários níveis organizacionais. De acordo com Assaf Neto (2012), a administração financeira é uma área de estudo que tem como objetivo garantir um melhor e mais eficiente processo empresarial de captação e alocação de recursos de capital.

As tomadas de decisões da administração financeira estão relacionadas ao orçamento de capital, estrutura de capital e administração do capital de giro. O orçamento de capital está ligado à análise de investimentos de longo prazo da empresa, na qual o administrador financeiro tenta identificar as oportunidades de investimento que valem mais para a empresa do que seu custo de aquisição. A estrutura de capital é a combinação específica entre o exigível a longo prazo e o patrimônio líquido, ou seja, busca identificar a melhor combinação e equilíbrio entre capital próprio e capital de terceiros. Já a administração do capital de giro está relacionada à administração de curto prazo e tem como objetivo garantir que a empresa tenha recursos suficientes para continuar suas operações de forma equilibrada.

Diante da importância do estudo da administração financeira para o sucesso dos empreendimentos, o presente artigo tem como proposta analisar a retenção de lucros como forma de financiar os investimentos, onde foi analisado o ano de 2011 comparando o resultado com os anos de 2009 e 2010, além do orçamento de capital aprovado para o ano de 2012 da empresa Vale S/A. A empresa foi escolhida para a análise, visto sua relevância no mercado e por ser uma companhia de capital aberto, que disponibiliza suas demonstrações financeiras de forma pública e confiável. Vale ainda destacar que no ano de 2011 a Vale S/A foi considerada a maior empresa privada brasileira com atuação em diversos segmentos da economia.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 A Administração Financeira

Segundo Ross et al (2008), analisando de forma restrita o objetivo da administração financeira, pode-se limitar como sendo a geração de lucros e/ou o consequente aumento do capital investido pelos proprietários. Ampliando esta análise podemos estender os objetivos para as seguintes possibilidades: sobrevivência da empresa, evitar problemas financeiros e falência, superar a concorrência, maximizar as vendas ou participação de mercado, minimizar os custos, maximizar os lucros e manter o crescimento constante dos lucros. É importante ressaltar que cada possibilidade apresenta problemas como um objetivo. O administrador financeiro deve ser capaz de equilibrar cada objetivo da melhor forma possível para que se obtenha o resultado esperado, mas sem sacrificar a continuidade das atividades.

Vale ressaltar que se a empresa consegue atingir o objetivo de aumentar a participação de mercado, mas em contrapartida precisou fazer uma política agressiva de redução de preços ou oferecer condições mais favoráveis de crédito, pode-se estar no curto prazo conseguindo atingir um objetivo e até mesmo gerar lucro, mas no longo prazo a estratégia pode contribuir para o encerramento da empresa.

O objetivo do administrador financeiro deve ser sempre visando adotar com ética as melhores práticas e medidas legais para que se consiga atender da melhor forma ao interesse dos acionistas tomando decisões que maximizem o valor total da ação ou o valor de mercado do patrimônio líquido da empresa. Desta forma, consegue-se evitar os problemas associados aos objetivos isolados ou problemas de resultados de curto prazo, mas que comprometam os resultados no longo prazo e até mesmo a sobrevivência da empresa.

Segundo Ross et al (2008), o relacionamento entre acionistas e administradores é chamado de relacionamento de agência. Nesse tipo de relacionamento, há sempre a possibilidade de um conflito de interesses, pois podem ocorrer situações, por exemplo, em que a administração para não correr o risco de perder o emprego, não tome decisões arriscadas que privilegiem os resultados de médio e longo prazo da empresa. Essa situação é classificada como um custo de agência indireto. Temos ainda dois tipos de custo de agência direto, podendo ser demonstrado primeiramente quando a empresa tem um gasto desnecessário ou luxuoso que beneficie a administração, mas que tenha um custo para os acionistas. Outra forma de custo agência direto é quando a empresa tem uma despesa adicional em virtude da necessidade de monitorar ou fiscalizar as ações dos gestores.

Além de todas estas dificuldades, o administrador financeiro ainda tem que decidir sobre a melhor combinação e equilíbrio entre capital próprio e capital de terceiros. Enquanto que o financiamento através do capital próprio pode desenvolver-se pela retenção de seus resultados líquidos e, principalmente, pela integralização de novas ações, o financiamento através do capital de terceiros, como o próprio nome já diz, utiliza-se de recursos externos a empresa para financiar seu desenvolvimento.

2.2 Fontes de Financiamento de Longo Prazo no Brasil

De acordo com Assaf Neto (2012), o Sistema Financeiro Nacional é composto por instituições e instrumentos financeiros que realizam as operações financeiras de captação (empréstimos e financiamentos) e aplicação de recursos. Já as instituições financeiras são classificadas de duas maneiras: bancárias ou monetárias, apresentadas pelos bancos comerciais e não bancárias ou não monetárias, onde não é permitido o recebimento de depósitos a vista e trabalham exclusivamente com instrumentos financeiros não monetários (Bancos de Investimento, Financeiras, etc).

Quatro segmentos podem realizar as operações do Sistema Financeiro Nacional: mercado monetário, mercado de crédito, mercado cambial (compra e venda de moedas estrangeiras conversíveis) e o mercado de capitais. As operações do mercado monetário e do mercado de crédito são mais voltadas para o curto prazo, enquanto que as operações do mercado cambial e o mercado de capitais são mais voltadas para as operações financeiras de médio e longo prazo.

No Brasil, de acordo com Assaf Neto (2012), as linhas de financiamento para o setor produtivo, disponíveis no mercado financeiro, possuem diversas características que as diferenciam de outras economias mais desenvolvidas. Entre as principais diferenças, podemos destacar: os altos encargos e o excesso de burocracia, a baixa oferta interna de crédito de longo prazo e as restrições a ofertas de novas ações e debêntures no mercado, determinadas principalmente pelo estágio ainda em fase de desenvolvimento do mercado de capitais no Brasil. Esses desajustes provocam dificuldades e distorções na captação de recursos, limitando os investimentos e consequentemente gerando dificuldades para o crescimento e competitividade das empresas.

O crédito bancário é o maior responsável pelos financiamentos das empresas brasileiras, mas as instituições financeiras costumam direcionar a maior parte dos recursos livres para empréstimos de capital de giro, de curto prazo, normalmente com prazo de resgate inferior a um ano. Como no Brasil a poupança interna é baixa, os bancos privados possuem dificuldades em oferecer empréstimos de longo prazo, não satisfazendo a real necessidade das empresas que buscam o financiamento dos investimentos produtivos de longo prazo. Com este cenário, o Brasil apresenta uma baixa relação de créditos bancários/PIB em relação aos padrões internacionais, provocado pelo desequilíbrio entre o que é oferecido pelas instituições financeiras e pela real necessidade que as empresas possuem.

De acordo com informações obtidas no site do BNDES (Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social), o banco que é uma empresa pública federal, é hoje o principal instrumento de financiamento de longo prazo para a realização de investimentos em todos os segmentos da economia no país.

Além do BNDES, outra possibilidade que se apresenta para as empresas que buscam financiamentos de longo prazo são as ofertas públicas de ações e debêntures, mas com pouca representatividade face as enormes necessidades das empresas. Diante de tantas dificuldades e com crédito restrito, muitas empresas têm recorrido a captações no exterior, apoiadas principalmente pela estabilização da economia, o câmbio favorável e a uma maior facilidade e oferta de recursos disponíveis. Entre as formas de captação externa, podemos destacar:

operações de repasses, emissões de bônus (*bonds*) e *commercial papers* (notas promissórias), além dos investimentos diretos nas empresas através de participação no capital social.

Segundo Assaf Neto (2012), normalmente as empresas brasileiras utilizam principalmente as seguintes formas de captação para a sua estrutura de financiamento: a retenção de resultados (reinvestimento dos lucros), seguida pelo endividamento por capital de terceiros e em último caso a emissão de novas ações.

2.3 Política de Dividendos x Financiamento de Investimentos

De acordo com Ross et al (2008), o termo dividendo, em geral, refere-se ao pagamento dos lucros em dinheiro. Se um pagamento é feito de fontes diferentes dos lucros correntes ou dos lucros retidos acumulados, é usado o termo distribuição, e não o termo dividendo. Os tipos mais comuns de dividendos em dinheiro são: dividendos regulares em dinheiro, dividendos extras, dividendos especiais e dividendos de liquidação.

A forma mais tradicional para pagamento de dividendos é realizada através de pagamentos em dinheiro. As empresas de capital aberto pagam em dinheiro diretamente aos acionistas e podem eventualmente pagar um dividendo extra, que se caracteriza como uma situação atípica, podendo ou não se repetir futuramente, sem obrigação de repetição do pagamento.

Para Assaf Neto (2012) a definição de uma política de dividendos é essencialmente uma decisão sobre o lucro líquido de uma empresa: retê-lo, visando ao reinvestimento em sua própria atividade; ou, distribuí-lo, sob a forma de dividendos em dinheiro aos acionistas. Na verdade, o que se procura definir mais adequadamente é a porcentagem do lucro líquido a ser distribuída aos acionistas, isto é, o índice de payout de uma empresa:

$$\text{Payout} = \frac{\text{Dividendos distribuídos}}{\text{Lucro líquido do exercício}}$$

Para a empresa pagadora, independente da denominação, todo pagamento de dividendo em dinheiro diminui o caixa da empresa e os lucros retidos, exceto no caso de um dividendo de liquidação, que pode reduzir o capital integralizado da empresa. O Conselho de Administração de cada empresa é o responsável por definir sobre os pagamentos de dividendos e após comunicar o mercado sobre o pagamento de dividendo, o mesmo torna-se uma dívida da empresa.

Segundo Ross et al (2008), a política de dividendos não faz diferença, pois todo aumento no pagamento de um dividendo em algum momento será compensado por uma diminuição em outra parte, ou seja, o efeito líquido depois de considerarmos o valor do tempo, é zero.

A definição dos valores dos dividendos mantém certa relação com o valor da ação da empresa, pois o valor da ação é igual ao valor presente dos dividendos futuros. Quando o anúncio do dividendo aumenta inesperadamente ou fica além da expectativa do mercado e acionistas, geralmente o valor da ação também sobe, ocorrendo o inverso quando o valor do

dividendo fica abaixo do esperado pelo mercado e acionistas. A redução do valor do dividendo pode sinalizar para o mercado que a empresa pode estar com algum tipo de problema.

Se a empresa define um menor pagamento de dividendos, ela está sinalizando que a administração entende que a política de dividendos atual não possa ser continuada. Desta forma, provoca-se uma redução de expectativa em relação aos dividendos futuros e consequentemente uma queda também no preço da ação, já que o valor da ação reflete o valor presente dos dividendos futuros. Quando ocorre o inverso, ou seja, o aumento dos dividendos, geralmente também acontece o aumento do preço da ação. O valor da ação reage diretamente à variação do dividendo.

Geralmente empresas jovens e de crescimento rápido ou com muitas oportunidades de investimento normalmente pagam uma porcentagem pequena de seus lucros como dividendos, enquanto que as empresas mais antigas e de crescimento mais lento em setores mais maduros ou com menos oportunidades de investimentos pagam uma porcentagem maior como dividendos. A política de dividendos está diretamente relacionada à estratégia da empresa, aos planos de investimentos e perspectivas futuras do negócio.

Na visão de Ross et al (2008), existem diversas políticas em relação aos pagamentos de dividendos. Uma delas é denominada abordagem do dividendo residual que consiste no pagamento de dividendos apenas após a empresa cumprir suas necessidades de investimento e manter um índice dívida/patrimônio líquido desejado. Os dividendos são pagos apenas depois de esgotadas todas as oportunidades de investimento lucrativo. Se a abordagem for muito rígida, pode levar a uma política de dividendo muito instável, variando muito de um ano para outro de acordo com as oportunidades de investimento.

Para diminuir o problema com a instabilidade no pagamento de dividendos, pode-se dividir os mesmos em dividendo regular e extra. As empresas que utilizam esse recurso, provavelmente fazem com o objetivo de se definir um percentual pequeno dos lucros permanentes como sendo o dividendo regular, de modo que possa ser facilmente sustentado. Os dividendos extras são concedidos quando há um aumento nos lucros de forma sazonal ou temporária.

De uma forma geral, muitas empresas tentam seguir uma política de dividendos de compromisso, baseada nos seguintes objetivos: evitar cortar os projetos com VPL positivo para pagar dividendos, evitar corte nos dividendos, evitar a necessidade de vender capital próprio, manter um índice de dívida/patrimônio líquido alvo e manter um índice de pagamento de dividendos alvo.

Como a política de dividendos é essencialmente uma decisão sobre o lucro líquido de uma empresa, analisaremos a seguir a perspectiva de retenção de lucros.

2.4 Retenção de Lucros

Para Brigham e Ehrhardt (2012) quando se decide sobre o quanto de caixa deve ser distribuído aos acionistas ou retido, é importante considerar os seguintes aspectos: o objetivo primordial é maximizar geração de valor ao acionista e os fluxos de caixa da empresa pertencem realmente aos seus acionistas, por isso uma empresa deve evitar a retenção de lucros, há não ser que seus administradores possam reinvestir esse lucro para produzir

retornos maiores do que os acionistas conseguiriam obter isoladamente ao investirem o dinheiro em investimentos com risco igual.

Como o capital interno (lucros reinvestidos) é mais barato do que o capital externo (emissões de novas ações) por evitar os custos de lançamento e sinais adversos, as empresas são estimuladas a reter os lucros para evitar o custo mais alto com a emissão de novas ações e desta forma financiar suas operações e investimentos.

Algumas empresas possuem uma elevada capacidade de geração de caixa, mas por atuarem em setores maduros, apresentam poucas oportunidades de crescimento. Desta forma, a maioria opta por distribuir uma grande porcentagem do seu caixa aos acionistas e despertando consequentemente o interesse por parte dos investidores que preferem receber altos dividendos. Normalmente essa prática é adotada quando a empresa possui oportunidades de investimentos limitadas. Em contrapartida, outras empresas podem gerar pouco ou nenhum caixa excedente, pois possuem boas oportunidades para investimentos. Geralmente as empresas que não distribuem muito os seus lucros e optam por reter, atraem a atenção dos investidores que preferem os ganhos com a elevação dos lucros e dos preços das ações, não se importando tanto com os lucros distribuídos.

Ainda segundo Brigham e Ehrhardt (2012), para se determinar o índice de distribuição ótimo de uma empresa, precisa-se analisar em função de quatro fatores: (1) preferências de investidores entre dividendos e ganhos de capital; (2) oportunidades de investimento da empresa; (3) sua estrutura de capital-alvo; e (4) disponibilidade e custo de capital externo. Os últimos três fatores estão combinados no que se denomina modelo de distribuição residual. A empresa que adota este modelo segue quatro passos ao estabelecer seu índice de distribuição alvo: (1) determina o orçamento de capital ótimo; (2) determina a quantidade de capital próprio necessário para financiar esse orçamento; (3) usa lucros reinvestidos para atender às necessidades de capital; e (4) paga dividendos ou recompra ações apenas se tiver mais lucros disponíveis do que o necessário para cobrir o orçamento de investimento ótimo.

3. METODOLOGIA

Com relação à metodologia, de acordo com a classificação proposta por Vergara (2000), as pesquisas podem seguir dois tipos de critérios: quanto aos fins e quanto aos meios de investigação, sendo que quanto aos fins a pesquisa pode ser: exploratória, descritiva, explicativa, metodológica, aplicada e intervencionista, já quanto aos meios de investigação ela pode ser: pesquisa de campo, pesquisa de laboratório, documental, bibliográfica, experimental, ex post facto, participante, pesquisa-ação e estudo de caso. De acordo com seus fins, a presente pesquisa apresenta-se como descritiva que, de acordo com Martins (2002, p. 36), *“tem como objetivo a descrição das características de determinada população ou fenômeno, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis e fatos”*.

O presente estudo tem como objetivo analisar a retenção de lucros como forma de financiamento dos investimentos da empresa Vale S/A.

4. O CASO VALE S/A

Com 70 anos completados em 2012, a Vale é a segunda maior empresa de metais e mineração do mundo e a maior das Américas, com base na capitalização de mercado, além de ser considerada a maior produtora mundial de minério de ferro e pelotas de minério de ferro e a segunda maior produtora mundial de níquel. Também é considerada como uma das maiores produtoras mundiais de minério de manganês e ferro ligas e ainda produz cobre, carvão térmico e metalúrgico, fosfatos, potássio, cobalto e metais do grupo da platina ("PGMs"). Para viabilizar todos estes negócios a Vale atua em 33 países em todo mundo e encerrou o ano de 2011 com um total de 79.646 empregados em todo o mundo.

A empresa Vale S/A foi fundada em 1942 e registrada em 1943 na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro e registrada em 1968 na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA). Em 1997 a Vale foi privatizada. No ano de 2000 a Vale ingressou na Bolsa de Valores de Madri (Latibex) e na New York Stock Exchange (NYSE), em 2008 na NYSE Euronext Paris e em 2010 na Hong Kong Stock Exchange (HKEx).

Em 2011 a Vale obteve uma receita operacional bruta de US\$ 60,4 bilhões atingindo um lucro operacional de US\$30,1 bilhões e um lucro líquido de US\$22,9 bilhões. Entre as principais estratégias de negócio, destaca-se: a manutenção de posição de liderança no mercado global de minério de ferro, alcançar a liderança nos negócios de níquel, expansão dos negócios com cobre, investimentos em carvão e fertilizantes, diversificação e expansão de nossa base de recursos, melhoria da capacidade logística para sustentar os negócios de *bulk materials*¹ e otimização da matriz energética.

A Vale possui a Valepar como seu acionista controlador, sendo que a mesma é uma sociedade de propósito específico, organizada conforme a legislação brasileira, constituída com o único objetivo de ter uma participação na Vale. A Valepar adquiriu o controle da Vale do governo brasileiro no ano de 1997, como parte da primeira etapa da privatização da Vale. Em 31 de dezembro de 2011 o capital social da Vale é de R\$ 75.000.000.000,00 correspondendo a 5.365.304.100 (3.256.724.482 ordinárias e 2.108.579.618 preferenciais) ações escriturais, sem valor nominal, distribuídas entre os acionistas conforme descrito na tabela 1 a seguir:

¹ Bulk Materials - compreende a extração de minério de ferro e produção de pelotas, bem como os sistemas norte, sul e sudeste de transporte, incluindo ferrovias, portos, terminais e embarcações, vinculados às operações de mineração. O minério de manganês e ferroligas também estão incluídos neste segmento.

Tabela 1: Composição dos acionistas em 31 de dezembro de 2011.

Acionistas	ON	PNA	Total
Valepar S.A.	1.716.435.045	20.340.000	1.736.775.045
Governo Brasileiro (Golden Share)	-	12	12
Investidores estrangeiros em ADRs	739.482.753	765.585.822	1.505.068.575
FMP - FGTS	99.572.382	-	99.572.382
PIBB - BNDES	2.125.375	2.805.380	4.930.755
BNDESPar	218.386.481	69.432.771	287.819.252
Investidores institucionais estrangeiros	176.756.776	365.179.678	541.936.454
Investidores institucionais	163.266.809	378.583.092	541.849.901
Investidores de varejo no país	53.787.654	325.553.049	379.340.703
Ações em tesouraria no país	86.911.207	181.099.814	268.011.021
Total	3.256.724.482	2.108.579.618	5.365.304.100

Fonte: Documento Notas Explicativas às Demonstrações Contábeis – Vale S.A. (2012, p.65)

A análise do caso será desenvolvida a partir de informações disponibilizadas pela empresa e/ou obtidas através de reportagens e notícias divulgadas pela imprensa de forma geral.

De acordo com o estatuto social da empresa, a proposta para distribuição de lucros deve considerar a constituição da Reserva de Exaustão, a ser constituída na forma da legislação fiscal e a constituição da Reserva de Investimentos, com a finalidade de assegurar a manutenção e o desenvolvimento das atividades principais que compõem o objeto social da sociedade, em montante não superior a 50% (cinquenta por cento) do lucro líquido distribuível até o limite máximo do capital social da sociedade. A lei 6.404 / 76 que dispõe sobre as Sociedades por Ações determina que:

§ 2o Quando o estatuto for omissivo e a assembleia-geral deliberar alterá-lo para introduzir norma sobre a matéria, o dividendo obrigatório não poderá ser inferior a 25% (vinte e cinco por cento) do lucro líquido ajustado nos termos do inciso I deste artigo.

§ 3o A assembleia-geral pode, desde que não haja oposição de qualquer acionista presente, deliberar a distribuição de dividendo inferior ao obrigatório, nos termos deste artigo, ou a retenção de todo o lucro líquido, nas seguintes sociedades:

I - companhias abertas exclusivamente para a captação de recursos por debêntures não conversíveis em ações;

II - companhias fechadas, exceto nas controladas por companhias abertas que não se enquadrem na condição prevista no inciso I.

A Tabela 2, abaixo, apresenta as informações financeiras de maneira consolidada referente o período de 2009 a 2011.

Tabela 2: Informações Financeiras – consolidado

(Reais)	Exercício social (31/12/2011)	Exercício social (31/12/2010)	Exercício social (31/12/2009)
Patrimônio Líquido	146.690.367.000,00	116.326.864.000,00	100.295.227.000,00
Ativo Total	241.783.112.000,00	214.662.114.000,00	177.738.189.000,00
Rec. Liq./Rec. Intermed. Fin./Prem. Seg. Ganhos	103.195.407.000,00	83.225.006.000,00	48.496.566.000,00
Resultado Bruto	62.706.537.000,00	49.468.940.000,00	20.746.174.000,00
Resultado Líquido	37.400.224.000,00	30.421.492.000,00	10.504.879.000,00
Número de Ações, Ex-Tesouraria (Unidades)	5.097.293.079	5.218.279.135	5.212.724.297
Valor Patrimonial de Ação (Reais Unidade)	28,780000	22,290000	19,240000
Resultado Líquido por Ação	7,210000	5,762450	1,966140

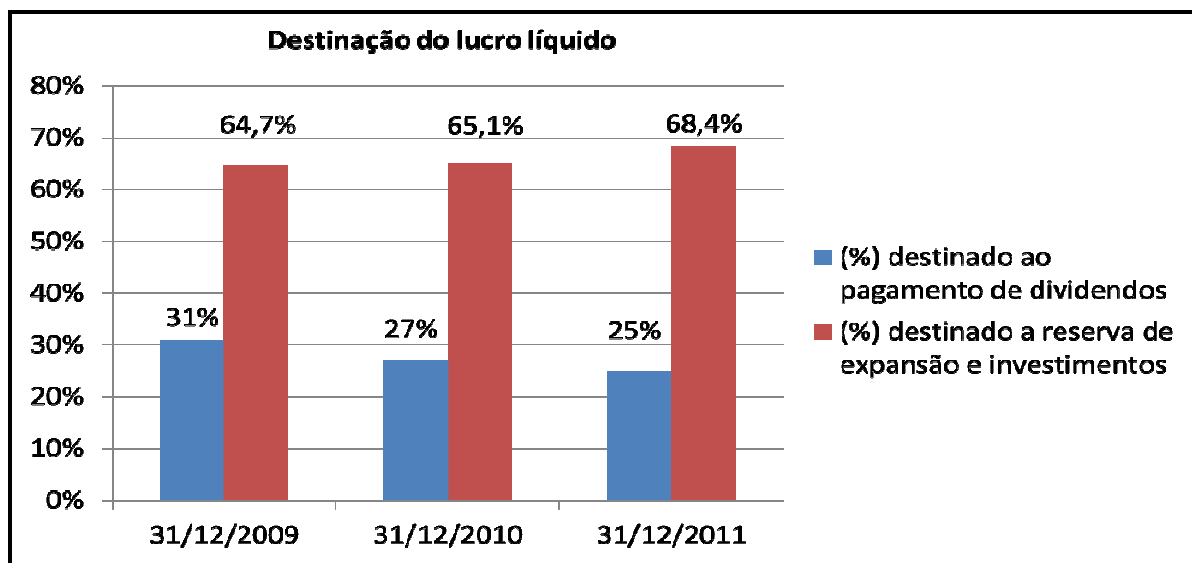
Fonte: Documento Formulário de Referência – Vale S.A. (2012, p.4)

A Vale conseguiu atingir em 31/12/2011 um crescimento no seu resultado líquido de 256% comparando com a data de 31/12/2009. É importante ressaltar que o ano de 2009, base da comparação, foi um ano em que o mundo atravessou uma grave crise econômica mundial, gerando maiores dificuldades para todas as empresas ao redor do mundo. Apesar do aumento significativo do seu resultado líquido, a empresa adotou para o período analisado uma diminuição contínua na sua política de pagamentos de dividendos. Enquanto a empresa destinou 31% do lucro líquido do ano de 2009 para o pagamento de dividendos, em 2010 este número foi reduzido para 27% e em 2011 chegou a 25% do lucro líquido, ou seja, destinou para o pagamento de dividendos apenas o percentual mínimo obrigatório que determina a legislação vigente.

Com base no lucro líquido ajustado, a Vale distribuiu um total de dividendos de R\$ 3.002.086.223,00 no exercício social de 31/12/2009, R\$ 9.778.653.433,00 no exercício social de 31/12/2010 e R\$ 9.062.863.757,00 no exercício social de 31/12/2011.

Se no período analisado, foi observada uma redução contínua no percentual destinado para a política de pagamento de dividendos, em compensação podemos observar que houve um aumento nos valores destinados para a reserva de expansão e investimentos. Enquanto que em 2009, foram destinados 64,7% do lucro líquido total, o equivalente a R\$ 6.653.281.672,35, este percentual subiu para 65,1% em 2010, atingindo o valor de R\$ 23.468.768.238,73 e em 2011 subiu para 68,4%, atingindo R\$ 25.864.330.899,53, conforme gráfico 1.

Gráfico 1: Pagamento de dividendos x retenção de lucros



Fonte: Documento Formulário de Referência – Vale S.A. (2012, p.7)

Em 2011 tanto o percentual quanto o valor monetário destinado para as reservas de expansão e investimentos foram superiores aos anos anteriores. Dos totais destinados para a reserva de expansão e investimentos, 50% dos valores de cada ano foram destinados com base em autorização estatutária. A assembleia geral ordinária ainda aprovou para compor as reservas de expansão e investimentos de cada ano, baseada no orçamento de capital, a destinação dos seguintes percentuais do lucro líquido: 14,7%, 15,1% e 18,4%, respectivamente para os anos de 2009, 2010 e 2011, verificando-se também um aumento por parte da assembleia geral ordinária dos percentuais destinados para as reservas de expansão/investimentos.

A Vale possui um amplo programa de investimentos para o crescimento orgânico de suas operações. Em contrapartida a redução no pagamento de dividendos, os valores destinados aos investimentos e projetos tiveram elevação nos anos de 2010 e 2011 e no orçamento de investimentos aprovado pelo Conselho de Administração para o ano de 2012. Do total dos valores investidos em 2010 para o orçamento aprovado para 2012, a empresa apresentou um crescimento de 68,5% na destinação dos recursos para investimentos, conforme tabela 3.

Tabela 3: Evolução dos Investimentos – consolidado

	Despesas de 2010 (em milhões de dólares)	Despesas de 2011 (em milhões de dólares)	Orçamento de 2012 (em milhões de dólares) (% do total)	
Crescimento orgânico.....	US\$ 9.375	US\$13.426	US\$15.309	71,5%
Execução de projetos.....	8.239	11.684	12.949	60,5
Pesquisa e desenvolvimento.....	1.136	1.742	2.357	11,0
Investimentos para sustento das operações atuais	3.330	4.568	6.106	28,5
Total.....	US\$12.705	US\$17.994	US\$21.411	100%

Fonte: Documento Formulário 20-F – Vale S.A. (2012, p.67)

Analisando a alocação estimada dos investimentos para 2012, observamos que o maior percentual de recursos é destinado para a execução de projetos e que o Brasil é o país com maior destinação de recursos, 63,7% do total dos investimentos estimados para o ano de 2012, conforme tabela 4.

Tabela 4: Alocação Estimada dos Investimentos aprovados para 2012

Alocação estimada dos investimentos aprovados para 2012	(%)
Por Categoria	
Crescimento Orgânico	71,5%
Projetos	60,5%
P&D	11,0%
Sustentação das Operações	28,5%
Total	100,0%
Por área de negócio	
<i>Bulk materials</i>	55,6%
Minerais ferrosos	46,7%
Carvão	8,9%
Metais base	21,6%
Fertilizantes	9,6%
Logística para carga geral	2,4%
Energia	3,6%
Siderurgia	2,9%
Outros	4,3%
Total	100,0%
Por geografia	
Brasil	63,7%
América do Sul (excluindo Brasil)	6,0%
Canadá	11,7%
África	9,1%
Ásia	5,7%
Australásia	3,3%
Outros	0,5%
Total	100,0%

Fonte: Documento Formulário de Referência – Vale S.A. (2012, p.230)

A empresa apresenta uma situação financeira saudável, sustentada por uma forte geração de caixa, ampla liquidez, disponibilidade de linhas de crédito de curto e longo prazo, além de um portfólio de dívida de baixo risco. Com os reflexos da recuperação da economia mundial, a Vale se beneficiou e conseguiu diminuir a alavancagem, medida pela relação dívida total/EBITDA, para 0,8x em 31 de dezembro de 2011, comparando com os resultados de 0,9x em 2010 e 2,3x em 2009.

Os ativos e as dívidas da empresa são referenciados em diversas moedas, sendo as principais o real, dólar americano e o dólar canadense. No final do ano de 2011 a empresa apresentava 57% dos ativos atrelados a reais, 8% a dólares americanos, 29% a dólares canadenses e 6% a outras moedas, enquanto que a dívida era expressa predominantemente em dólares americanos. Por ser uma empresa global e trabalhar com diversas moedas, a empresa

ficou sujeita no ano de 2011 aos impactos que a variação cambial provocou nas demonstrações financeiras, especialmente a depreciação de 12,6% do real frente ao dólar americano.

A Tabela 5 apresenta o comparativo dos anos de 2009 a 2011 da Vale em relação à dívida bruta, posição do caixa e consequentemente a dívida líquida.

Tabela 5: Dívida bruta x dívida líquida

<i>em R\$ milhões</i>	2009	2010	2011
Dívida bruta	42.088	43.789	46.625
Posição de caixa*	13.221	13.469	7.458
Dívida líquida	28.856	30.320	39.167

* Inclui caixa e investimentos de até 90 dias.

Fonte: Documento Formulário de Referência – Vale S.A. (2012, p.187)

No final do ano de 2011, a dívida total da Vale era de R\$ 46,625 bilhões, com uma parcela de R\$ 2 bilhões garantida por ativos da empresa, tendo prazo médio de vencimento de 9,8 anos e apresentando um custo médio de 4,8% ao ano em dólares americanos. As dívidas em 2011 tiveram aumento quando se compara com o ano de 2009. Enquanto que a dívida bruta apresentou aumento de 10,78%, a dívida líquida aumentou 35,73%. A tabela 6 demonstra a estrutura da dívida da empresa.

Tabela 6: Estrutura da dívida

ESTRUTURA DA DÍVIDA			
<i>em R\$ milhões</i>	2009	2010	2011
Dívida bruta	42.088	43.789	46.625
Parcela garantida por ativos da Vale	4%	0%	4%
Prazo médio de vencimento (em anos)	9,2	9,6	9,8
Custo médio (em dólares americanos)	5,3%	4,9%	4,8%

Fonte: Documento Formulário de Referência – Vale S.A. (2012, p.189)

Se analisarmos a evolução da dívida comparando com o aumento do patrimônio líquido no período, podemos constatar que embora a dívida bruta tenha evoluído nominalmente no período de 2009 para 2011 de R\$ 42,088 bilhões para R\$ 46,625 bilhões, ou seja, um crescimento de 10,77%, proporcionalmente quando se compara com a evolução do patrimônio líquido no período, a dívida apresenta uma redução percentual, já que o patrimônio líquido no período de 2009 para 2011 apresentou um crescimento expressivo de 46%. A tabela 7 abaixo apresenta a unificação dos dados da tabela 2 e da tabela 6.

Tabela 7: Dívida bruta x Patrimônio líquido

Dívida Bruta x Patrimônio Líquido			
em R\$ milhões	2009	2010	2011
Dívida bruta	42.088	43.789	46.625
Patrimônio líquido	100.295	116.326	146.690
(%) dívida bruta em relação ao patrimônio líquido	41,96%	37,64%	31,78%

Fonte: Elaborada pelos autores

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo teve como objetivo analisar a retenção de lucro como forma de financiamento dos investimentos da empresa Vale S/A. O estudo foi feito com base nos resultados do ano de 2011 confrontando com os dados de 2009 e 2010 e com o orçamento de capital aprovado para o ano de 2012.

A Vale apresentou no período analisado uma queda contínua na política de pagamento de dividendos aos acionistas, atingindo em 2011 o percentual mínimo de 25% do lucro líquido, exigido pela legislação vigente.

Diante de uma menor destinação de recursos para o pagamento de dividendos e consequentemente um maior volume de recursos retidos, a empresa em contrapartida aumentou ano a ano os valores destinados para a reserva de expansão e investimentos. Os valores saltaram de R\$ 6.653.281.672,35, representando 64,7% do lucro líquido total do ano de 2009 para R\$ 25.864.330.899,53, representando 68,4% do lucro líquido de 2011.

Como os movimentos de destinação de recursos são em movimentos opostos, ou seja, quando ocorre à redução do percentual destinado para o pagamento de dividendos em contrapartida há o aumento do percentual dos valores destinados para a reserva de expansão e investimentos, podemos considerar que a empresa opta por reter os seus lucros como forma de financiar seus investimentos.

A adoção da retenção de lucros como forma de financiar os investimentos é uma das opções que a empresa adota, já que também utiliza financiamentos bancários, tendo como principal credor o BNDES.

Em relação ao período analisado, conclui-se que a Vale praticou uma redução gradativa na política de pagamento de dividendos, chegando a atingir em 2011 o percentual mínimo de 25% do lucro líquido exigido pela legislação vigente, utilizando estes recursos como forma de financiamento dos investimentos. Com essa estratégia a empresa busca o melhor equilíbrio para financiar o crescimento, manter um balanço patrimonial sólido e atender às expectativas dos acionistas em relação ao retorno de capital. A decisão da empresa de reter parte dos lucros para financiar os investimentos é no sentido de utilizar o capital mais barato para produzir retornos maiores do que os acionistas conseguiriam obter isoladamente ao investirem o dinheiro em investimentos com risco igual, ou seja, maximizar os resultados para os acionistas.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, A. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. Ed. São Paulo: Atlas, 2012.

BNDES. A empresa. Disponível em: <<http://www.bndes.gov.br/>> Acesso em: 03/março/2013.

BOVESPA. Empresas listadas. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br>> Acesso em: 06/fevereiro/2013.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração Financeira Teoria e Prática**. 2. Ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

LEI 6.404 / 76 - Dispõe sobre as Sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6404compilada.htm> Acesso em: 07/abril/2013.

MARTINS, G. A. **Manual para elaboração de monografias e dissertações**. São Paulo: Atlas, 2002.

ROSS, Sthephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, Bradford D. **Administração Financeira**. 8. Ed. São Paulo: McGraw-Hill, 2008.

VALE. Disponível em: <<http://www.vale.com/PT/investors/company/shareholding-structure/Paginas/default.aspx>> Acesso em: 12/março/2013.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo : Atlas, 2000.