

Interessada: Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia

Assunto: Proposta de nova forma de rateio da parte reservada ao varejo em ofertas públicas.

Diretor Relator: Sergio Weguelin

RELATÓRIO

Origem

1. Em fevereiro deste ano, a Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia ("CBLC") apresentou à CVM uma proposta de metodologia alternativa de rateio, entre os investidores de varejo⁽¹⁾, dos valores mobiliários ofertados publicamente e em relação aos quais haja excesso de demanda (fls. 1/23).
2. Segundo a CBLC, a proposta foi elaborada após serem ouvidos os participantes do mercado e leva em consideração algumas características das últimas ofertas, por exemplo:
 - i. uma quantidade significativa dos investidores de varejo venderam os ativos no primeiro dia de negociação em bolsa, comportamento conhecido como "flipping";
 - ii. nos últimos IPOs, a demanda para o varejo cresceu de forma expressiva, tanto em número de investidores quanto em volume financeiro;
 - iii. a demanda já grande é inflada artificialmente pelos "flippers" e conseqüentemente os investidores de médio e longo prazo acabam sendo alocados com parcelas muito pequenas;
 - iv. o pequeno lote recebido pelo investidor de médio e longo prazo acaba por estimulá-lo a vender sua posição.
3. Por último, a CBLC argumentou que as vultosas vendas no primeiro dia dificultam a estabilização dos preços e que esta atividade é de suma importância, tanto para o emissor quanto para os acionistas.

Proposta da CBLC

4. Em face dos motivos acima expostos e com a alegada finalidade de atender melhor os investidores com perfil mais adequado aos objetivos da oferta, em detrimento dos *flippers*, foi proposta uma metodologia de rateio que resumidamente é a seguinte:
 - i. os investidores de varejo seriam divididos em dois grupos, o "com preferência" e o "sem preferência";
 - ii. no primeiro grupo estariam incluídos os novos investidores, investidores que não participaram de um determinado número de ofertas e os investidores que não fossem *flippers*;
 - iii. são considerados *flippers* os investidores que mantiveram em carteira, nos primeiros 5 dias de negociação mais de 80% dos ativos adquiridos em pelo menos 3 das 4 ofertas anteriores;
 - iv. no segundo grupo seriam incluídos os investidores que não atendessem essa regra ou que não tenham permitido a verificação de sua atuação.
5. A CBLC acrescenta que a avaliação discricionária dos investidores sempre foi praticada em relação aos investidores institucionais, quando do processo de *bookbuilding*, e no passado esta prática também foi utilizada para o varejo brasileiro.

Observações da Superintendência de Mercados Intermediários ("SMI")

6. A SMI, por meio da Gerência de Acompanhamento de Mercados 2 ("GMA-2") posiciona-se contrariamente à proposta da CBLC. Como se verá adiante, argumenta-se que isto criará uma grande e injustificada assimetria entre investidores de varejo. Além disso, a parcela de ações destinada a estes investidores seria muito pequena diante do total negociado após a conclusão das ofertas públicas.
7. Para fundamentar a sua opinião, a GMA-2 analisou, em alguns lançamentos, os volumes negociados nos cinco primeiros dias de negociação pelos investidores de varejo e pelos institucionais. De posse desses dados, a GMA-2 conclui que, "na maioria das vezes, a quantidade negociada (pelos institucionais) é diversas vezes maior que a quantidade recebida pelo varejo, o que suscita a dúvida de que os investidores de varejo sejam os principais responsáveis pelo alto volume negociado nos primeiros dias". A mesma comparação em relação apenas ao primeiro dia de negociação revela que a quantidade negociada pelos investidores institucionais é pelo menos 1,4 vez (e, em alguns casos, quase 3 vezes) toda a parcela destinada ao varejo.
8. Além da análise acima, a GMA-2 solicitou à CBLC que realizasse, com base nas premissas do exemplo dado pela mesma na proposta apresentada, de uma simulação para os dez últimos lançamentos, informando em cada caso:
 - i. O número total de comitentes participantes da oferta subdivididos em: institucional, varejo "com preferência" e varejo "sem preferência";
 - ii. A quantidade total de ações distribuídas na oferta e a quantidade real recebida pelos integrantes de cada subgrupos: institucional, varejo "com preferência" e varejo "sem preferência";
 - iii. As quantidades negociadas, dia a dia, por cada um dos grupos em questão nos primeiros cinco dias e o total geral negociado;

Resposta da CBLC

9. A CBLC respondeu ao ofício da SMI informando todos os dados solicitados com referência às dez últimas ofertas realizadas à época. (Marfrig, B. Daycoval, Tegma, Drogasil, Redecard, Minerva, B. Patagônia, Kroton, A. Guarani e Cia. Hering) (fls. 031 a 036).
10. Os dados demonstram uma venda maciça de ações pelo grupo de varejo "sem preferência", com uma venda média de 73,0% e 79,9% (da

quantidade alocada no grupo) no primeiro dia de negociação e no acumulado dos cinco primeiros dias de negociação, respectivamente.

11. O grupo de varejo "com preferência", apesar de também vender ações, tem uma atuação mais amena: somente 32,0% das ações alocadas no grupo foram vendidas no primeiro dia, sendo que o acumulado das vendas líquidas nos cinco primeiros dias foi de 42,9%. Já o grupo institucional que subscreveu valores mobiliários no IPO teve, em média, no primeiro dia de negociação em bolsa, compras líquidas de 1,0%, também em relação à parcela destinada ao seu grupo.

Novas Observações da SMI

12. A SMI reitera sua posição contrária à nova metodologia proposta, ainda com base em argumentos que remetem à impossibilidade de se atribuir aos investidores de varejo a volatilidade experimentada por ações nos primeiros dias após a oferta pública.
13. Argumenta-se que a quantidade de ações destinadas a estes investidores é pouco expressiva em relação à quantidade negociada nos primeiros dias, de modo que a segregação entre investidores de varejo com e sem preferências, além de não resolver o problema que se apresenta, ainda criaria uma posição não equitativa entre investidores.
14. De modo a embasar esta opinião, a GMA-2, além de reportar-se aos números de sua primeira análise, acrescenta que as informações trazidas pela CBLC revelam um elevado percentual de negociação das ações dos investidores institucionais entre si.
15. A seguir destaco alguns trechos do Relatório de Análise GMA-2/Nº 37-07 (fls. 37/42) que exprimem o ponto de vista da Superintendência:
 - i. "(...) partindo do pressuposto de que para se haver um negócio obrigatoriamente deve-se ter, no mínimo, um vendedor e um comprador, e que a nova metodologia sugerida pela CBLC tenciona segregar alguns comitentes exatamente por sua atuação na ponta vendedora, qual a intenção ao se iniciar a negociação dos mesmos em bolsa de valores? Tal regra, ao inibir a venda, não interfere artificialmente no equilíbrio entre oferta e demanda?"
 - ii. "Não se pode negar que os dados das simulações encaminhados pela CBLC demonstram que grande parte dos investidores de varejo, principalmente os que se enquadrariam no grupo "sem preferência", vende suas participações nos primeiros dias da oferta. Tal atitude pode estar relacionada com uma "aposta" no comportamento do primeiro dia do papel ou ser resultado da realização de posições quando atingida a expectativa de lucro do investidor com o ativo. Deve-se levar em consideração que tais investidores têm recursos limitadíssimos e que, quando um investimento atinge um determinado retorno, ele tem que se desfazer deste para poder investir em novos negócios".
 - iii. "No caso da divisão varejo/institucional, a enorme discrepância no poder econômico dos dois tipos de investidores em relação aos coordenadores da oferta, gera a necessidade de uma separação entre eles. Enquanto há uma interdependência entre coordenadores de investidores institucionais (um dos lados precisa investir e o outro precisa de investidores), tal relação não ocorre com os investidores de varejo, uma vez que os valores investidos pelos integrantes deste segundo grupo são pequenos e finitos (...). Há, portanto, uma justificativa para que exista a discricionariedade na alocação da oferta para institucionais e uma regra especial para o varejo. Em contrapartida, os investidores de varejo não participam da formação de preço, tendo esses investidores, como única forma de proteção, o registro de um preço máximo a ser pago pelo ativo na oferta pública inicial".
 - iv. "De qualquer forma, a discricionariedade dos coordenadores em relação aos institucionais não considera sua atuação pregressa (mesmo porque os coordenadores não têm acesso a ela), mas sim relações comerciais e até de reciprocidade entre eles".
 - v. "Outro ponto controverso é o de que, apesar do nome 'com preferência' e 'sem preferência' dar a impressão de uma pequena diferença entre os dois grupos de varejo, o que se nota pela análise do texto é que os coordenadores teriam discricionariamente como excluir o segundo grupo de investidores do rateio da oferta (...), sendo atendidos somente quando o coordenador assim o quisesse ou quando a demanda no primeiro grupo ficasse aquém do reservado ao varejo".
 - vi. "A louvável atitude da CBLC (...) deve ser encorajada, porém devem existir outras maneiras de desestimular aqueles investidores que simplesmente fazem apostas. Uma saída mais equitativa para uma empresa que não queira que seus papéis sejam negociados em um primeiro momento seria o de simplesmente introduzir no cronograma da oferta um maior distanciamento entre a data liquidação da oferta e o primeiro dia de negociação em bolsa. Outra medida poderia ser a proibição de financiamento a clientes pelas corretoras para a aquisição de ações em ofertas públicas iniciais".
 - vii. "Outrossim, deve ser avaliada a pertinência da utilização, por parte da CBLC, dos dados a que ela tem acesso, em razão dos serviços que presta ao mercado de valores mobiliários, para permitir a classificação de investidores de varejo para terceiros e, dessa forma, interferir na tomada de decisão daqueles na distribuição de ações em ofertas públicas".
16. Por fim, a SMI encaminha seu Relatório à apreciação do Colegiado.

VOTO

1. Devo dizer que discordo das conclusões a que chegou a SMI.
2. Em primeiro lugar, devemos situar a discussão em torno do objetivo da medida sugerida, o qual, conforme destacado pela CBLC, em sua proposta encaminhada à CVM, "visaria atender melhor tanto aos investidores de varejo quanto aos objetivos da oferta, com reflexos positivos para os emissores, para os intermediários de todos os portes e para o próprio mercado de capitais".
3. Ou seja, cabe averiguar se a extensão da discricionariedade na alocação das ofertas para os investidores de varejo, tal como já ocorre com os investidores institucionais, afeta o bom andamento do mercado de capitais e se tal regra coloca aqueles investidores que detêm um menor poder de negociação em uma posição de desigualdade em relação aos demais investidores, conforme sugere a SMI.
4. Não me parece que buscar premiar, com maiores alocações, os investidores que apresentam um perfil de investimento mais condizente com os objetivos da oferta cria desequilíbrios que afetam o desempenho do mercado acionário.
5. Em toda oferta de ações o emissor procura demonstrar os fundamentos de seu empreendimento e convencer os investidores a alocar uma parte de sua poupança no negócio em questão. A capitalização das empresas destina-se a adequar a sua estrutura de capitais para que elas possam buscar os seus objetivos mais permanentes com uma proteção adequada ao enfrentamento das intempéries que as incertezas do negócio podem ocasionar. Essa proteção se constitui no próprio capital e na possibilidade de reforçá-lo no mercado, se necessário.
6. A venda das ações em ato subsequente à sua subscrição pode gerar uma percepção de que a oferta foi mal precificada ou que os fundamentos sugeridos não sustentam a avaliação a que se chegou. O emissor que construiu o negócio e vendeu sua capacidade de geração de resultados a

novos sócios tem o direito de querer evitar que uma volatilidade excessiva na cotação dos papéis (desassociada de qualquer modificação nas condições do mercado ou do próprio negócio) afete a credibilidade da oferta realizada.

7. Por outro lado, não se questiona que os investidores têm todo o direito de gerir os seus investimentos como melhor entenderem, inclusive "flipando" as ações se isso lhes aprouver. Mas não se trata disso e sim de verificar que a "colocação" de ações é um ato discricionário do emissor que busca, com esse processo, inserir adequadamente o seu negócio no fluxo de capitais da economia. Vejo, inclusive, que há uma observação da SMI que corrobora o caráter indesejável da "flipagem", qual seja, a de que "devem existir outras maneiras de desestimular aqueles investidores que simplesmente fazem apostas".
8. A proposta da CBLC de fato restringe a prioridade de alocação nas ofertas de alguns investidores que se encaixam em certas regras impessoais pré-estabelecidas e que deverão ser amplamente divulgadas. E a restrição de uns necessariamente acarretará a priorização de outros investidores que melhor atendem aos objetivos do emissor.
9. Além de não acompanhar o entendimento da SMI de que o critério de alocação sugerido cria um desequilíbrio entre investidores prejudicial ao mercado, verifico que as duas soluções alternativas sugeridas (introduzir no cronograma da oferta um maior distanciamento entre a data da liquidação da oferta e o primeiro dia útil de negociação em bolsa ou, então, proibir o financiamento a clientes pelas corretoras para a aquisição de ações em ofertas públicas iniciais) levam a um maior "engessamento" do mercado, o que não me parece desejável, já que a movimentação de capitais é algo que deve ser estimulado e não inibido.
10. Também não compartilho do argumento da SMI segundo o qual os investidores de varejo têm recursos finitos e, por isso, precisam se desfazer de um investimento para entrar em outro. Tampouco me parece razoável afirmar que a metodologia proposta viria a permitir que os coordenadores das ofertas atendessem os investidores não preferenciais somente quando quisessem ou no caso em que a demanda do primeiro grupo (a dos preferenciais) ficasse aquém do reservado ao varejo.
11. O primeiro argumento somente faria sentido se cada nova oferta fosse melhor do que a anterior (os recursos finitos estariam, então, apenas sendo reposicionados). Isso certamente pode ocorrer; no entanto, parece-me que o moto contínuo deve-se mais a uma ausência de verificação dos fundamentos das ofertas e ao espírito apostador (algo que todo o processo de educação dos investidores procura eliminar) do que à necessidade de participar do novo melhor negócio da praça.
12. No segundo caso, todo o arcabouço de regras pré-definidas elimina essa possibilidade.
13. Também não concordo com a afirmativa de que os dois grupos atuam de forma semelhante e que, em se estabelecendo a nova metodologia de distribuição das ações, o grupo institucional continuará agindo sem ter que se submeter a essa regra.
14. Os dados apresentados pela CBLC demonstram que apesar de os investidores institucionais movimentarem mais ações nos primeiros dias da oferta do que os investidores de varejo, é certo que eles recompram mais ações (ou seja, há apenas uma realocação intramuros), realizando, ao fim, compras líquidas (contra vendas líquidas, no primeiro dia, de aproximadamente 32% e 73% da alocação inicial para os investidores prioritários e não prioritários, respectivamente).
15. No que se refere ao corte nas alocações, ele ocorre em cada oferta. Embora os coordenadores não compartilhem entre si as informações a respeito do comportamento de cada investidor institucional, é certo que a "flipagem" em uma oferta já indisporá esse investidor perante o coordenador nas ofertas subseqüentes. Se considerarmos que há um número reduzido de coordenadores, umas poucas "flipagens" poderão indispor o investidor com toda a indústria de distribuição.
16. Assim, não me parece que a nova metodologia de rateio de ordens esteja propiciando o estabelecimento de desequilíbrios prejudiciais ao mercado. Ao contrário, vejo que se está criando um cadastro positivo, voltado para atender os anseios das empresas quando estas procuram novos sócios. Esse cadastro positivo, além do mais, incentiva a apresentação, por parte dos investidores, de um comportamento mais racional (mais fundamentalista e orientado para um comportamento menos especulativo) e com um menor viés "apostador".
17. Finalmente, verifico que, na maioria das ofertas, tem havido muita reclamação por parte dos investidores de varejo em relação ao percentual de ações que lhes é atribuído. Os emissores, possivelmente influenciados pela opinião dos coordenadores das ofertas, têm relutado em exigir que a parcela alocada ao varejo ultrapasse um nível que tem permanecido em torno de 10%.
18. A orientação dada pelos coordenadores pode ser fruto do preconceito que já se formou em torno dos investidores de varejo ou se dever à tentativa, por parte dos coordenadores, de aumentar a parcela livre destinada à colocação junto aos clientes institucionais por eles recomendados. A segunda situação poderia sugerir um desvio em relação ao dever de agir com neutralidade para com todos os investidores, o que é inaceitável e sujeito a sanções, se comprovado. O procedimento de rateio sugerido pela CBLC poderia inibir ou eliminar essa situação, pois, confrontados com um critério objetivo, nem os emissores nem os coordenadores poderiam insistir nos argumentos subjetivos de hoje para definir a alocação final das ofertas. O resultado final viria de uma clara decisão de negócio.
19. Parece-me, portanto, que o procedimento sugerido, vai ao encontro dos anseios da SMI de ver os investidores de varejo adequadamente percebidos e inseridos nas ofertas públicas de ações no nosso mercado.
20. Pelos motivos expostos, entendo que a CVM não deve opor restrição à adoção, pelos emissores, em suas ofertas de distribuição de ações, do mecanismo de rateio de ofertas proposto pela CBLC, conforme documentação encaminhada à CVM.

É como voto.

Rio de Janeiro, 9 de outubro de 2007.

Sergio Weguelin

Diretor-Relator

(1) Nas ofertas que têm ocorrido no mercado são considerados investidores de varejo, resumidamente, os investidores pessoas físicas ou jurídicas e clubes de investimento que não excedam R\$300.000,00 (trezentos mil reais) e tampouco sejam investidores institucionais (instituições financeiras, fundos de investimento, etc.)