



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Memorando nº 20/2016-CVM/SMI

Rio de Janeiro, 12 de setembro de 2016.

Ao

Superintendente Geral da CVM

Assunto: **Atuação de Fundo de Investimento como Formador de Mercado**

Art. 2º da Instrução CVM nº 384/2003

Processo SEI 19957.004457/2016-98

1. As Superintendências de Relações com o Mercado e Intermediários e de Relações com Investidores Institucionais levaram à deliberação do Colegiado consulta formulada pela BM&FBOVESPA acerca da possibilidade de determinados fundos de investimento exclusivos exercerem atividade de formador de mercado, à luz do disposto no artigo 2º da Instrução CVM nº 384/2003.

2. Embora tenha dado início à discussão sobre o tema na reunião de 16 de agosto de 2016, o Colegiado solicitou que as áreas técnicas retornassem com informações mais detalhadas sobre o pedido da BM&FBOVESPA, adiando, portanto, a decisão.

3. Visando a atender à solicitação do Colegiado, segue uma síntese sobre a atividade de formador de mercado, bem como o detalhamento solicitado durante a mencionada reunião:

3.1. Formador de Mercado:

a) O formador de mercado é uma pessoa jurídica credenciada junto à entidade administradora de mercado organizado, que se compromete a manter ofertas de compra e venda de um ou mais valores mobiliários de forma regular e contínua durante a sessão de negociação respeitando os parâmetros de atuação fixados pela entidade credenciadora, tais como quantidades mínimas, *spread* máximo e percentual de atuação na sessão de negociação.

b) Para atuar como formador de mercado, o credenciado pode ser remunerado pelo emissor dos valores mobiliários ou usufruir de vantagens tais como a redução de emolumentos para as operações realizadas na condição de formador de mercado, além, por óbvio, dos spreads obtidos no exercício da atividade, os quais, como antes mencionado, são limitados pela entidade administradora credenciadora.

c) Atualmente, há formadores atuando nos mercados de negociação administrados pela BM&FBOVESPA e pela CETIP, conforme se pode ver na tabela abaixo:

Entidade Administradora	Mercado	Formadores de Mercado Atuantes
BM&FBOVESPA	Renda Variável (Ações, BDR, FII)	Banco Fator S.A.
		Bradesco S.A. CTVM
		Brasil Plural CTVM
		BTG Pactual CTVM
		Citigroup CTVM
		Credit Suisse CTVM
		Guide Investimentos CTVM
		Itauvest DTVM
		Optiver VOF*
	Renda Fixa	Banco Itaú Unibanco S.A.
		BB – Banco de Investimentos
		Banco Bradesco S.A.
		Caixa Econômica Federal

		Banco Votorantim S.A.
		Banco BTG Pactual
	Opções sobre Ações, Índices e ETF	IMC Financial Markets*
		Optiver VOF*
		Banco Itaú Unibanco
	Contratos Futuros	Banco Itaú Unibanco
		JBS S.A. **
		Usina Alta Mogiana S.A.**
		Credit Suisse CTVM
		Virtu Financial*
		Banco Santander
CETIP	Renda Fixa (Debêntures e Letras Financeiras)	Banco Itaú Unibanco
		Banco Bradesco
		BB Banco de Investimentos
		Caixa Econômica Federal
		Banco BTG Pactual
		Banco Santander

* Investidores não-residentes especializados na atividade de formação de mercado.

** Pessoas jurídicas atuantes no setor agropecuário.

d) No mercado de renda variável, são frequentes as contratações de formadores de mercado pelos emissores, havendo predominância das corretoras no exercício da atividade[1]. No segmento de renda

fixa, há sete ativos (debêntures e certificados de recebíveis) com formadores de mercado, todos bancos[2] contratados pelos emissores. Idêntica situação pode ser verificada no segmento de renda fixa da CETIP, onde apenas bancos (seis no total) atuam como formadores de mercado.

e) O segmento de opções tem características bastante peculiares quanto à atividade de formação de mercado: trata-se de segmento com atuação majoritária da Optiver, que opera em todos os 24 ativos, dos quais 6 em concorrência com a IMC Financial Markets, também investidor não residente e de origem holandesa, especializada em negociação de alta frequência. Nas opções sobre ETF (BOVA11) e sobre Ibovespa, a Optiver atua em concorrência com o Itaú Unibanco.

f) Finalmente, no que diz respeito ao mercado de contratos futuros, há predominância do Itaú Unibanco, que atua em 6 contratos (alguns em concorrência com outros formadores de mercado) dos 10 em que há operação de *market makers*. Nesse segmento há também investidores como a JBS, no contrato futuro de Boi Gordo, e a Usina Alta Mogiana, no contrato futuro de Etanol Hidratado.

3.2. Detalhamento solicitado pelo Colegiado:

a) Explicitação dos benefícios para o mercado oriundos da concessão de autorização para que fundos exclusivos exerçam a atividade de formador de mercado: a atividade de formação de mercado no Brasil atrai um número restrito de participantes. A possibilidade de que fundos exclusivos atuem como formadores de mercado aumenta potencialmente o número de interessados no exercício da atividade, uma vez que elimina uma barreira operacional para instituições financeiras[3], com alegado aumento da liquidez e incremento da visibilidade dos valores mobiliários, e com melhores condições para a formação de preço e redução da volatilidade, efeitos verificados em mercados com atuação de formadores. Em síntese, a permissão para que os fundos exclusivos atuem como formadores de mercado traz maior diversificação para o mercado, desconcentrando a atividade e tornando-a mais competitiva.

b) Razões para que fundos exclusivos de tesourarias sejam autorizados a atuar como formadores de mercado: a segregação das atividades de formador de mercado em um veículo apartado da tesouraria da instituição financeira mitigaria possíveis riscos no gerenciamento da carteira de investimentos da instituição e otimizaria os recursos disponíveis para o exercício da atividade na medida em que o patrimônio do fundo fica exclusivamente a ela destinado. A atuação de veículos destinados exclusivamente à negociação de valores mobiliários também mitiga possíveis conflitos de interesses, haja vista a segregação operacional que lhe é peculiar, bem como todos os controles que passam a ser exercidos pela bolsa (enquanto supervisora da atividade de formação de mercado) sobre o fundo. Ademais, a atuação de fundos exclusivos como formadores de mercados permitiria maior aderência e especialização para o exercício dessas funções, como, aliás, acontece em mercados mais maduros, tais quais os Estados Unidos e a Europa.

c) Identificação dos mercados que seriam mais beneficiados pela atuação de fundos exclusivos como formadores de mercado: o mercado de derivativos (opções sobre ações, índices, ETF, contratos futuros de juros, commodities e moedas) seria o mais beneficiado pela atuação de fundos exclusivos como formadores de mercado. Nesse mercado não há a figura do emissor que contrata o formador de mercado, como ocorre no mercado de ações, debêntures e cotas de fundo de investimento imobiliário.

Dessa forma, o mercado de derivativos depende da atuação de formadores de mercado autônomos, que participem voluntariamente dos processos de concorrência abertos pelas entidades administradoras de mercado, particularmente a BM&FBOVESPA, uma vez que não há formadores de mercado atuando no mercado de derivativos da CETIP.

d) Identificação da figura que seria autorizada para o desempenho da atividade de formador do mercado caso ela venha a ser exercida por fundo exclusivo: considerando que a atividade de formador de mercado impõe uma série de obrigações e responsabilidades, é necessário imputar as referidas obrigações e responsabilidades a um núcleo autônomo, apto a responder por eventuais desvios de conduta e descumprimentos das regras e procedimentos relacionadas à atividade de Formador de Mercado. Nesse sentido e de acordo com a regulamentação aplicável aos fundos de investimento exclusivos, o desempenho da atividade deve se dar pelo administrador ou pelo gestor do fundo, caso o administrador não preste os serviços de gestão. É importante destacar que os papéis de cotista, administrador e gestor serão necessariamente desempenhados pela mesma pessoa jurídica ou, no mínimo, por pessoas jurídicas integrantes de um mesmo conglomerado.

e) Transparência da identidade do formador de mercado: o Regulamento para Credenciamento do Formador de Mercado estabelece a divulgação diária dos Formadores de Mercado em atuação, bem como dos parâmetros que orientam sua atividade. Em sendo permitida a atuação de fundos exclusivos, seria informado o nome do administrador ou gestor (caso o administrador não preste os serviços de gestão), bem como do intermediário que irá executar as operações por conta e ordem do Formador de Mercado. Dessa forma, a única alteração a ser realizada no regulamento, neste momento, será a inclusão de fundos exclusivos como possíveis credenciados para atuar como formador de mercado.

f) Segregação de atividades: a atividade de formador de mercado está segregada de outras atividades da instituição por meio da individualização da conta de atuação cadastrada, onde não são permitidas outras execuções que não estejam associadas a esta atividade.

4. Feitos os esclarecimentos, SMI e SIN reiteram sua posição favorável ao pleito da BM&FBOVESPA, ratificando as condicionantes constantes do Memorando nº 016/2016-CVM/SMI, em anexo 0142397

[1] As exceções são (i) Banco Fator S.A., contratado pela Kinea Investimentos Ltda. para formar o mercado de dois fundos de investimento imobiliário por ela administrados, e (ii) Optiver, investidor não residente de origem holandesa com atuação global como formador de mercado, contratado pela Ambev S.A..

[2] Apesar de não ser banco, *stricto sensu*, a Caixa Econômica Federal é instituição assemelhada aos bancos comerciais, podendo captar depósitos à vista, realizar operações ativas e efetuar prestação de serviços bancários.

[3] A BM&FBOVESPA informa o descredenciamento de um formador de mercado que atuava em 14 instrumentos devido à impossibilidade de migração da atividade para fundos exclusivos. A Bolsa

também atribui parte da dificuldade de ampliar o rol de atuantes nesse mercado à impossibilidade de atuação de fundos exclusivos, que é comum nos mercados europeus e norte-americano.

Respeitosamente,

Francisco José Bastos Santos

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários

Daniel Walter Bernardo Maeda

Superintendente de Relações com Investidores Institucionais



Documento assinado eletronicamente por **Francisco José Bastos Santos, Superintendente**, em 12/09/2016, às 16:13, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



Documento assinado eletronicamente por **Daniel Walter Maeda Bernardo, Superintendente**, em 12/09/2016, às 16:47, conforme art. 1º, III, "b", da Lei 11.419/2006.



A autenticidade do documento pode ser conferida no site https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **0158915** e o código CRC **82A5ED8F**.
This document's authenticity can be verified by accessing https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" 0158915 and the "Código CRC" 82A5ED8F.