



COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

PARECER TÉCNICO Nº 45/2021-CVM/SMI/GMA-2

À GMA-2

I - DA ORIGEM

Trata-se de solicitação de autorização pela B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão ("B3") para que fundos de investimento em geral atuem como formadores de mercado em programas disponibilizados pela B3 nos quais não há vínculo de prestação de serviço entre o formador de mercado e os emissores dos valores mobiliários ou outro contratante. Segundo a B3, a Instrução CVM nº 555/2014 ("ICVM 555") ao regular a administração e o funcionamento de fundos e a Instrução CVM nº 356/2001 ("ICVM 356"), a última em relação aos fundos de investimento em direitos creditórios, não vedam a atuação de fundos como formadores de mercado.

Entretanto, o artigo 2º da Instrução CVM nº 384/2003 ("ICVM 384"), exige que a atividade de formador de mercado seja exercida por pessoa jurídica, o que impediria, a princípio, a atuação de fundos de investimento em geral como formadores de mercado, por não possuírem personalidade jurídica.

Ainda segundo a B3, a Instrução CVM 472/2008 ("ICVM 472") e a Instrução CVM nº 578/2016 ("ICVM 578") seguem a mesma linha ao estabelecerem que o serviço de formador de mercado das cotas dos fundos de investimento imobiliário (artigo 31-A) e fundos de investimento em participações (artigo 35), respectivamente, pode ser prestado por pessoas jurídicas devidamente cadastradas junto às entidades administradores dos mercados organizados.

Nos argumentos contidos em sua solicitação, a B3 enumera as seguintes justificativas:

1. O assunto já foi enfrentado pelo Colegiado da CVM em 2016 quando, em resposta a solicitação da então BM&FBOVESPA, autorizou a atuação de fundos exclusivos constituídos por recursos das tesourarias de instituições financeiras e desde que a atividade de formador de mercado seja desempenhada pelo administrador ou pelo gestor do fundo, mesmo quando houver terceirização da administração do fundo;
2. A manifestação do Colegiado, acompanhando análise da área técnica favorável ao pedido, entendeu que:
 - (a) embora os fundos de investimento não sejam pessoas jurídicas em sentido estrito, como exigido pela ICVM 384, a atuação do seu administrador ou gestor, de acordo com a natureza do ato, emprestaria ao veículo a vontade jurídica capaz de satisfazer as preocupações implícitas na regulamentação aplicável aos formadores de mercado;
 - (b) a ICVM 555 não veda a prática da atividade de formador de mercado por fundos de investimento exclusivos;
 - (c) por serem constituídos para os fins de atuar em benefício e interesse de uma instituição financeira e com seus próprios recursos, os fundos estariam enquadrados na Deliberação CVM 753/2016, de modo que o gestor dos fundos não se sujeitaria à regulação aplicável aos administradores de carteiras; e
 - (d) no modelo, então proposto, além da ICVM 555, os fundos, administradores e gestores passariam a submeter-se às disposições da ICVM 384 e à autorregulação da entidade administradora de mercado;
3. A indústria de fundos se mantém em permanente evolução e modernização e seu modelo de investimento foi reestruturado na busca de melhores retornos através de investimentos em ativos negociados à vista ou derivativos em resposta ao cenário de queda na taxa de juros básica no Brasil;

4. Em razão disso, nos últimos anos, os fundos de investimento se juntaram às tesourarias e investidores não-residentes como os principais provedores de liquidez no mercado de capitais brasileiro. Essa tendência decorre da própria natureza dos fundos: aplicação de alto conhecimento de mercado dos agentes administradores de carteiras, busca de alternativas para ganhos eficientes de rentabilidade, oportunidades de arbitragem e de proteção de carteiras contra grandes oscilações de mercado ou movimentos não previstos;
5. Embora atuem de forma semelhante aos formadores de mercado, os fundos não podem usufruir dos benefícios dessa atuação pela impossibilidade de aderirem aos programas de formador de mercado lançados pela B3. Esses benefícios, que poderiam ser revertidos ao patrimônio dos próprios fundos, incluem vantagens como isenção nas taxas e emolumentos, aumento no limite de mensageria, isenção em ativos para hedge de carteira, ou até mesmo incentivos financeiros oferecidos;
6. Como mitigadores dos riscos associados à atuação como provedor de liquidez são citados:
 - (a) a aprovação pelo “Grupo de Trabalho de Provedores de Liquidez” da B3 que já analisa no caso dos fundos exclusivos de tesouraria, dentre outros critérios, o poder de representação e os balanços dos últimos três anos de atividades desses fundos;
 - (b) a possibilidade, uma vez aprovado como formador de mercado, de solicitar seu descredenciamento com um aviso prévio de trinta dias se entender que a atividade submete suas estratégias a riscos muito expressivos;
 - (c) os regulamentos da B3 ainda preveem que o formador de mercado pode ser dispensado de atuar conforme os parâmetros de atuação em dias de alta volatilidade ou em outras situações que ofereçam riscos elevados, bastando justificativa posterior para que a falta de atuação seja abonada pelo controle da B3;
 - (d) a essência da atuação de formador de mercado é através da colocação de ofertas de compra e de venda com diferenciais de preços com o intuito de manter o mínimo de posições direcionais no final do dia;
 - (e) a existência, no caso dos produtos derivativos, de limites de posição que restringem a concentração de posições em aberto do participante em cada produto.

Entende a B3 que a atuação dos fundos de investimento como formadores de mercado nos mais diversos produtos (derivativos, ações à vista, derivativos, ações a vista, fundo imobiliários, debêntures, Títulos Públicos Federais, ETFs, ou, até mesmo, na negociação eletrônica do empréstimo de ativos) em programas organizados pela B3 promoveria os seguintes benefícios ao mercado de capitais nacional:

1. Promoção da liquidez dos ativos (profundidade no book de ofertas);
2. Nova oportunidade de estratégia para o fundo e, conseqüentemente, de ganho para os cotistas; e
3. Aumento do número de tipos de instituições competindo para a adequada formação de preços, com condições iguais de benefícios e incentivos.

Por fim, solicita à Superintendência de Supervisão dos Investidores Institucionais e à Superintendência de Relações com o Mercado e Intermediários a aprovação para os fundos de investimento em geral atuarem como formadores de mercado dos programas disponibilizados pela B3 para produtos admitidos à negociação no Listado B3 e Balcão B3, não obstante o disposto no artigo 2º da ICVM 384, artigo 31-A da ICVM 472 e artigo 35 da ICVM 578.

II - DA ANÁLISE

A solicitação apresentada pela B3 faz referência à aprovação concedida pelo Colegiado da CVM em suas decisões de 4/10/2016 e 11/4/2017 no âmbito do processo SEI 19957.004457/2016-98, que autorizou a atuação de fundos exclusivos constituídos pelas tesourarias de instituições financeira como formadores de mercado.

A ICVM 384, ao regular a atividade de formador de mercado em mercados de bolsa ou balcão organizado, em seu artigo 2º, estabelece que o papel de formador de mercado deve ser exercido por pessoa jurídica. A ICVM 472 (art. 31-A) e ICVM 578 (art. 35), que tratam de fundos de investimento imobiliário e fundos de investimento em participação, respectivamente, estabelecem que o serviço de formador de mercado pode ser exercido por pessoa jurídica devidamente cadastradas junto às entidades administradoras de mercados organizados.

A consulta apresentada menciona que a B3 *“tem recebido demandas recentes para que fundos de investimentos que não sejam exclusivos e desvinculados de tesourarias de instituições financeiras também possam atuar como formadores de mercado. Essa aproximação ganha contornos especiais pelo fato de, nos últimos anos, os fundos de investimentos terem se tornado os principais provedores de liquidez em diversos produtos negociados nos ambientes da B3”*.

Não obstante ao que estabelece a regulamentação em vigor e diante da demanda da B3 no sentido de atender a demanda por equidade no tratamento de diferentes provedores de liquidez, nos parece que a CVM não poderia deixar de analisar o pleito e se pronunciar a respeito das condições em que o pleito poderia ser aceito.

Na presente consulta, a B3 solicita a aprovação para todos os fundos de investimento em geral, e não apenas os fundos exclusivos de tesouraria de instituições financeiras. Distintamente à consulta que deu origem às decisões de 4/10/2016 e 11/4/2017, a atual solicita que os fundos em geral sejam autorizados a atuarem como formadores de mercado exclusivamente nos programas disponibilizados pela B3 para os produtos admitidos no Listado B3 e Balcão B3. Excluem-se, portanto, a atuação de formador de mercado contratado por quaisquer dos diferentes contratantes elegíveis conforme dispõe a ICVM 384 e os regulamentos da B3.

Segundo o “Manual de Procedimentos Operacionais da B3” existem três tipos de formador de mercado. O autônomo, autônomo credenciado nos programas divulgados pela B3 e o contratado. O formador credenciado nos programas disponibilizados pela B3 está assim definido:

“2.2.2. Formador de mercado autônomo credenciado nos programas divulgados pela B3 O formador de mercado autônomo poderá se credenciar nos programas de atuação de formadores de mercado para fomento da liquidez de ativos e/ou derivativos divulgados periodicamente pela B3.

Os programas de formador de mercado são divulgados no site da B3, contendo a relação dos ativos e/ou derivativos objeto do referido programa e os respectivos parâmetros a serem observados na atuação do formador de mercado, bem como demais informações pertinentes, tais como obrigações, requisitos e condições.

O formador de mercado poderá receber da B3 remuneração e/ou benefícios, na forma de pagamento de recursos financeiros, descontos e/ou isenções no pagamento de emolumentos e taxas de registro de operações, de acordo com as especificações do programa em que estiver credenciado.

Será permitido regime competitivo para contratação e atuação de formadores de mercado para ativo(s) e/ou derivativo(s), sendo disponibilizado no site da B3 a quantidade máxima de formadores de mercado autorizados a atuar para cada espécie ou classe de ativo(s) e /ou derivativo(s), bem como os critérios para o processo de seleção.

Os procedimentos para credenciamento nos programas de formador de mercado divulgados pela B3 estão previstos no guia de procedimentos para credenciamento de formadores de mercado.

2.2.2.1. Parâmetros de atuação nos programas divulgados pela B3 O formador de mercado credenciado nos programas divulgados pela B3 deverá atuar, mediante realização diária de ofertas de compra e venda dos ativos e/ou derivativos objeto do programa, respeitando os respectivos parâmetros indicados, que incluem, mas não se limitam a: (i) spread; (ii) lote mínimo; (iii) período mínimo de atuação durante a sessão de negociação; (iv) vencimentos obrigatórios; e (iv) meses de atuação.

A B3 poderá alterar os parâmetros de atuação após o início de um programa, informando as mudanças pelos mesmos meios de comunicação utilizados para divulgar o processo de credenciamento do referido programa. A B3 poderá dispor sobre a quantidade máxima de descumprimentos de parâmetros que poderão ensejar o cancelamento do credenciamento para cada programa. Para a contagem da quantidade

máxima de descumprimentos de parâmetros, serão considerados apenas os descumprimentos não justificados ou cujas justificativas não forem aceitas pela B3.” Segundo a sollicitação, o credenciamento para a atuação de formador de mercado dentro dos programas disponibilizados pela B3 passa pela análise do “Grupo de Trabalho de Provedores de Liquidez” da própria B3 que, através da aplicação de diversos critérios, avalia “o risco potencial atrelado à sua atuação como provedor de liquidez”. É mencionado que “no caso de fundos de investimento exclusivos de tesouraria, esta avaliação é bastante ampla e considera, apenas para citar alguns critérios, a análise do regulamento, do estatuto social ou documento comprobatório de poder de representação e das demonstrações financeiras dos últimos três anos de atividade”.

Os fundos de investimento são definidos pelo Código Civil (Lei nº 10.406/2002, artigo 1.368-C) “como uma comunhão de recursos, constituído sob a forma de condomínio de natureza especial, destinado à aplicação em ativos financeiros, bens e direitos de qualquer natureza”. Em seu artigo 1.368-E estabelece que “Os fundos de investimento respondem diretamente pelas obrigações legais e contratuais por eles assumidas, e os prestadores de serviço não respondem por essas obrigações, mas respondem pelos prejuízos que causarem quando procederem com dolo ou má-fé”.

A ICVM 555 (art. 78 § 1º) estabelece que “podem ser administradores de fundo de investimento as pessoas jurídicas autorizadas pela CVM para o exercício profissional de administração de carteiras de valores mobiliários, nos termos do art. 23 da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976 e instrução específica”.

Na decisão de 4/10/2016 o Colegiado da CVM, acompanhando o parecer técnico, entendeu que “embora os fundos de investimento não sejam pessoas jurídicas em sentido estrito, como exigido pela Instrução 384, a atuação do seu administrador ou gestor, de acordo com a natureza do ato, emprestaria ao veículo a vontade jurídica capaz de satisfazer as preocupações implícitas na regulamentação aplicável aos formadores de mercado”. Esse entendimento, a nosso ver, é extensível aos fundos de investimentos em geral.

Em nosso entendimento, não há dúvida de que, do ponto de vista prático, os fundos de investimento são dotados de todas as características de uma pessoa jurídica. Essas características, combinadas com as exigências para o exercício de sua administração, reforçam o entendimento acompanhado pelo Colegiado na decisão de 4/10/2016. Estaria também satisfeita a necessária capacitação técnica do administrador ou do gestor contratado para entender e estar preparado para assumir os riscos associados ao exercício da atividade de formador de mercado.

Em sua consulta, a B3 lista três conjuntos de benefícios que poderiam ocorrer com a potencial participação dos fundos de investimento em geral na atividade de formador de mercado – “(i) a promoção da liquidez dos ativos (profundidade no book de ofertas); (ii) nova oportunidade de estratégia para o fundo e, conseqüentemente, de ganhos aos cotistas; e (iii) aumento no número de tipos de instituições competindo para a adequada formação de preços, com condições iguais de benefícios e incentivos.”.

Conforme será pormenorizado mais adiante, entende-se que os dois primeiros sejam difíceis de prever se, de fato, irão ocorrer e qual será a intensidade do aumento da liquidez dos ativos e da adoção de nova estratégia pelos fundos de investimento. A última está relacionada ao nivelamento dos benefícios e incentivos entre as diferentes instituições que atuam como provedores de liquidez.

Como já mencionado acima, atualmente só as pessoas jurídicas, normalmente instituições financeiras, investidores não residentes e, desde 2016, os fundos exclusivos vinculados às tesourarias de instituições financeiras podem atuar como formadores de mercado nos programas disponibilizados pela B3.

Os demais fundos de investimento, apesar do aumento considerável na participação da indústria de fundos no mercado de capitais nacional, não podem participar desses programas e, conseqüentemente, não usufruem dos benefícios e incentivos que esses programas oferecem.

Para ilustrar com apenas um parâmetro da evolução da participação dos fundos de investimento no mercado brasileiro. De acordo com a ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiros e de Capitais), o total de ativos em ações de todos os fundos de investimento, incluídos os exclusivos, evoluiu nos últimos cinco anos da seguinte forma (posição no final de dezembro em R\$ milhões):

2016R\$ 277.537

2017R\$ 337.564

2018R\$ 430.337

2019R\$ 657.171

2020R\$ 759.583

2021 R\$ 765.212 (em setembro)

Devido a essa já importante e crescente participação, os fundos de investimento já atuam como provedores de liquidez nos mercados onde operam. Por essa razão, torna-se difícil estabelecer se a atuação como formadores de mercados em programas disponibilizados pela B3 irá contribuir, apesar dos efeitos positivos nessa direção, para a promoção da liquidez (aumento na profundidade do livro de ofertas), ou se a melhoria da liquidez do mercado se dará pela tendência já estabelecida de aumento na participação dos fundos de investimento no mercado como um todo.

Da mesma maneira, nos parece também difícil estimar o quanto a atuação como formador de mercado ajudará a criar, de fato, novas estratégias para os fundos já existentes ou novos, dada a ampla diversidade de estratégias já desenvolvidas pelas mais diferentes classes de fundos. Apesar dessa dificuldade, entendemos ser intuitivo que a fruição dos benefícios e incentivos dos programas de formador de mercado disponibilizados pela B3 poderá ajudar a superar um possível último obstáculo na criação de alguma nova estratégia.

De outro lado, a criação de condições equitativas entre as diferentes instituições que já atuam como provedores de liquidez, é um benefício bastante objetivo, palpável, revestido de um senso de justiça e, a nosso ver, suficiente para justificar o que é solicitado pela consulta. Colocado de outra maneira, os fundos de investimento em geral que já se utilizam de estratégias semelhantes à atuação como formadores de mercado, não podem usufruir dos benefícios e incentivos associados aos programas disponibilizados pela B3 em clara desvantagem em relação àquelas instituições que usam estratégias semelhantes, mas não são vedadas a participar nos programas de formadores de mercado.

O administrador irá ponderar as vantagens e os riscos envolvidos em credenciar um fundo junto aos programas de formador de mercado disponibilizados pela B3. Para os fundos que, de alguma maneira, já operam com ofertas nos dois lados do livro (compra e venda) a partir de um diferencial de preço (spread) entre elas e manutenção de posições direcionais mínimas ao final do dia, deverão avaliar se os benefícios e incentivos justificam as obrigações associadas aos parâmetros de negociação nos programas de cada ativo ou derivativo, e os riscos envolvidos em seu cumprimento.

Para os fundos que não executam estratégias semelhantes, o processo decisório exigirá uma análise mais apurada dos riscos e ganhos associados ao desenvolvimento dessas estratégias e como os benefícios e incentivos dos programas de formador de mercado poderão contribuir para viabilizar a sua introdução no conjunto de estratégias do fundo. A solicitação apresentada, nos trechos em que aborda os riscos associados à atividade de formador de mercado, apresenta como mitigadores desses riscos dois aspectos relevantes de seus regulamentos, a possibilidade de solicitação de descredenciamento e a ausência justificada.

Na descrição do descredenciamento, afirma-se que *“uma vez aprovado como formador de mercado, se, ao longo do período do contrato, entender que a atuação como tal submete suas estratégias a riscos muito expressivos, independentemente de quais sejam, o formador pode optar pelo seu descredenciamento, sendo obrigado apenas a aviso prévio de 30 dias.”*

No “Regulamento para Credenciamento do Formador de Mercado nos Mercados Administrados pela BM&FBOVESPA” que está anexo ao Ofício Circular nº 004/2012-DN, em sua cláusula VII 7: *“O Formador de Mercado poderá solicitar seu descredenciamento à BM&FBOVESPA desde que o prazo mínimo de atuação na atividade tenha decorrido e os demais requisitos estabelecidos pela BM&FBOVESPA em normas complementares a este regulamento tenham sido atendidos”*. Há uma aparente discrepância pois o regulamento não fala em aviso prévio de 30 dias e, de outro lado, condiciona o pedido ao decurso do prazo mínimo de atuação.

A ausência justificada é assim descrita: *“O Regulamento de Negociação da B3 e o Manual de Normas de Formador de Mercado do Balcão B3 ainda preveem que o formador de mercado pode ser dispensado de atuar conforme os parâmetros de atuação*

em dias de alta volatilidade ou em outras situações que ofereçam riscos elevados. Nestes casos, a instituição pode retirar todas as ofertas do livro, bastando justificativa posterior para que a falta de atuação seja abonada no controle da B3". Essa possibilidade está definida no "Regulamento para Credenciamento do Formador de Mercado nos Mercados Administrados pela BM&FBOVESPA" cláusula VI 3. Esses dois mecanismos, de fato, conferem camada adicional de segurança aos gestores dos fundos de investimento para enfrentarem situações em que os riscos na atuação com formador de mercado sejam mais elevados que o inicialmente previsto. A B3 elenca também como um mitigador de riscos a análise realizada pelo seu "Grupo de Trabalho de Provedores de Liquidez" no cadastramento de formadores de mercado. Destaca a análise do regulamento, estatuto social e documento de comprovação de poder de representação e do balanço dos três últimos anos de atividade, dentre outros critérios já utilizados na análise dos fundos exclusivos de tesouraria. Em nossa visão, a análise dos demais fundos que agora se pleiteia sejam autorizados a atuar como formadores de mercado, apresenta duas características adicionais que merecem ser analisadas de maneira específica. Ampliando-se o universo de fundos para além dos exclusivos vinculados às tesourarias das instituições financeiras, aumenta-se a diversidade de estratégias de atuação e dos riscos associados a essas estratégias. Essa diversidade de estratégias pode assumir características de risco diferentes daqueles associados à atividade de formador de mercado. Podem ser perfis de risco mais baixos ou mais elevados associados a diferentes expectativas de ganho. A segunda característica está relacionada à multiplicidade de investidores que podem se apresentar como cotistas, de pequenos investidores pessoa física a investidores qualificados e profissionais. Em razão disso, entendemos ser prudente acrescentar dois novos critérios na análise pelo "Grupo de Trabalho de Provedores de Liquidez" da B3. O primeiro seria a verificação da adequação da atividade de formador de mercado em relação a como estão estabelecidas suas estratégias de investimentos em seus documentos de constituição e distribuição. O outro está relacionado à avaliação da clareza e nível de detalhes da alteração em seus regulamentos e materiais de divulgação pelo fato de passarem a atuar como formadores de mercado.

III - CONCLUSÃO

Entendemos que as preocupações intrinsecamente associadas ao enunciado do artigo 2º da ICVM 384, ao restringir a atuação como formador de mercado às pessoas jurídicas, estarão atendidas caso seja estendida aos fundos de investimentos em geral a autorização para atuarem com formadores de mercado exclusivamente junto aos programas disponibilizados pela B3.

Adicionalmente, essa extensão tem o mérito de retirar a desvantagem atualmente existente contra os fundos de investimentos não exclusivos ou exclusivos desvinculados das tesourarias das instituições financeiras em relação às demais instituições que já atuam como provedores de liquidez.

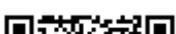
Para tanto, entendemos que a autorização contemple as necessárias adaptações nos regulamentos da B3 para acolher a introdução dos fundos em geral como formadores de mercado. Em especial, sejam endereçados os seguintes aspectos: (i) introduzir no processo de credenciamento a análise da adequação entre o que estabelece os regulamentos e documentos de distribuição dos fundos e a natureza e os riscos envolvidos na atividade de formador de mercado e o grau de clareza e nível de detalhes com que será incorporada nos mesmos documentos a informação de que o fundo passará a atuar como formador de mercado; (ii) caso seja necessário, ajustar o entendimento sobre o período para o pedido de descredenciamento, cumprimento de prazo mínimo e/ou cumprimento de aviso prévio.

Entretanto, em vista da existência da limitação objetiva imposta pela ICVM 384, sugiro que a questão seja submetida à apreciação do Colegiado.

À apreciação superior.



Documento assinado eletronicamente por **Paulo Francisco Moraes Filho, Analista**, em 22/11/2021, às 13:20, com fundamento no art. 6º do Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015.

 A autenticidade do documento pode ser conferida no site



https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, informando o código verificador **1393297** e o código CRC **81B0B21E**.

This document's authenticity can be verified by accessing

*https://sei.cvm.gov.br/conferir_autenticidade, and typing the "Código Verificador" **1393297** and the "Código CRC" **81B0B21E**.*
