

Boletim Normativo

Número 16 - Período de 1º a 15/07/2011



Apresentação

Nesta edição do Boletim Normativo, encontram-se as principais discussões, as decisões e os normativos emitidos pelas entidades reguladoras e autorreguladoras brasileiras e internacionais na primeira quinzena de julho de 2011.

No cenário doméstico, destaca-se a edição, pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), da Instrução Normativa nº 499/2011, que aumentou o valor máximo de indenização proporcionada pelo Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP), de R\$ 60 mil para R\$ 70 mil por ocorrência.

No cenário internacional, destaca-se a publicação, pela Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO), do texto *“Regulatory Issues Raised by the Impact of Technological Changes on Market Integrity and Efficiency”*, que discute conjunto de recomendações para mitigar os riscos aos quais os sistemas financeiros ficaram expostos com os recentes desenvolvimentos tecnológicos.

O relatório tem como foco as transações em alta frequência (HFT) e seu impacto na estrutura de mercado, no comportamento dos participantes, no processo de formação de preço, assim como na disponibilidade e na acessibilidade de liquidez.

As informações contidas neste Boletim Normativo foram extraídas de publicações das instituições citadas e não refletem, necessariamente, a visão da BSM - BM&FBOVESPA Supervisão de Mercados sobre a matéria.

Índice

BCB	1
CVM	2
BM&FBOVESPA	3
BSM	4
Outras jurisdições	5

Banco Central do Brasil (BCB)

Medida macroprudencial - Redimensionamento das posições vendidas de câmbio

O Banco Central adotou medida de caráter prudencial, redimensionando a posição de câmbio vendida das instituições financeiras.

A [Circular 3548/2011](#), publicada em 8 de julho, determina que as instituições financeiras deverão recolher ao Banco Central, sob a forma de depósito compulsório, 60% sobre o valor da posição de câmbio vendida que exceder o menor dos seguintes valores: US\$ 1 bilhão, ou o patrimônio de referência de nível I (PR1).

A medida anterior, [Circular 3520](#), de 6 de janeiro de 2011, estabelecia o valor de US\$ 3 bilhões como limite. O recolhimento, que deve ser feito em espécie e não será remunerado, terá como base de cálculo a média móvel de cinco dias.

Com a medida, o Banco Central visa melhorar o funcionamento do mercado de câmbio a vista e reduzir as posições vendidas do sistema que, em junho de 2011, alcançaram o valor de US\$ 14,7 bilhões.

Comissão de Valores Mobiliários (CVM)

Alteração do valor máximo de ressarcimento pelo Mecanismo de Ressarcimento de Prejuízos (MRP)

A CVM editou, em 13 de julho, a Instrução Normativa nº 499/2011, que alterou o parágrafo único do art. 80 da Instrução Normativa nº 461/2007, aumentando o valor máximo de indenização proporcionada pelo MRP, de R\$ 60 mil para R\$ 70 mil, por ocorrência.

O MRP é um instrumento de indenização que assegura aos investidores o ressarcimento de prejuízos decorrentes de erros operacionais ou omissão das corretoras na intermediação de operações realizadas em bolsa ou na prestação de serviços de custódia.

Audiências Públicas

Nesta quinzena, a CVM colocou em audiência pública as propostas de instruções abaixo indicadas:

Alteração da IN CVM 409/2004 - Perfil Mensal e Informe Diário de fundos de investimento

A CVM colocou em audiência pública proposta de alteração da Instrução Normativa nº 409/2004, que dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação de informações dos fundos de investimento.

A proposta faz parte do conjunto de aperfeiçoamentos daquela norma, contidos nos editais de Audiência

Pública [SDM nº 06/2011](#) e [SNC FUNDOS nº 02/2011](#), e visa prover o mercado e, especialmente, o regulador, de informações capazes de viabilizar o monitoramento de temas de relevância sistêmica.

As alterações ora propostas se referem ao conteúdo dos documentos periódicos intitulados Informe Diário e Perfil Mensal (previstos no art. 71), que são encaminhados pelos administradores de fundos de investimento à CVM.

Dentre as novas informações, destacam-se a sensibilidade do valor da cota dos fundos às oscilações do mercado, o valor nocional bruto de contratos derivativos, os montantes de operações com partes relacionadas e com crédito privado e o nível de liquidez disponível nas carteiras.

Termos de compromisso aprovados

A CVM divulgou, nesta quinzena, alguns termos de compromisso aprovados pelo colegiado da autarquia. Merece destaque o seguinte termo:

PAS CVM nº 2006/16

Para extinguir o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 16/06, Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM, Eduardo Pimenta Ferreira Machado, Jorge Carlos Nuñez e Luiz Eugenio Junqueira Figueiredo apresentaram proposta conjunta de:

a) indenização à Funcef – Fundação dos Economistas Federais – no montante equivalente a 20% do valor total de R\$325.009,01 (correspondente à sua participação original de 20% das cotas no Fundo de Investimento Imobiliário Superquadra 311 Norte), corrigido pela meta atuarial adotada pela Fundação (INPC+5,5% a.a.); e

b) pagamento à CVM no montante equivalente a 20% do valor total de R\$325.009,01, corrigido pelo IGP-M.

A Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM e Eduardo Pimenta Ferreira Machado foram acusados, na quali-

dade de administradora do Fundo de Investimento Imobiliário Superquadra 311 Norte ("Fundo") e de diretor responsável pelo Fundo no período de 29.08.01 a 25.04.03, de:

i) não disporem de prévia autorização da CVM para efetivar as alterações do Regulamento do Fundo deliberadas nas assembleias de quotistas realizadas em 02.01.02 e 24.04.02 (infração ao inciso I do art. 7º da Instrução CVM nº 205/94); e

ii) terem permitido que ocorresse, no período entre 29.08.01 e 25.04.03, pagamento a maior pela prestação dos serviços de corretagem e publicidade, que causaram dano de R\$ 137.595,80 ao patrimônio do Fundo, em decorrência de atos de má gestão ou gestão temerária (infração à alínea "a" do inciso I do art. 15 da Instrução CVM nº 205/94).

A Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM e Jorge Carlos Nuñez, este na qualidade de diretor responsável pelo Fundo no período de 26.04.03 a 13.05.03, foram acusados de terem permitido que ocorresse nesse período pagamento a maior pela prestação dos serviços de corretagem e publicidade, que causaram dano de R\$ 16.308,72 ao patrimônio do Fundo, em decorrência de atos de má gestão ou gestão temerária (infração à alínea "a" do inciso I do art. 15 da Instrução CVM nº 205/94).

A Rio Bravo Investimentos S.A. DTVM e Luiz Eugenio Junqueira Figueiredo, este na qualidade de diretor responsável pelo Fundo a partir de 14.05.03, foram acusados de:

i) não empregarem a diligência exigida pelo inciso IV do art. 14 da Instrução CVM nº 205/94, ao: não promoverem a construção da escola classe e do jardim de infância, conforme estabelecido no caput do art. 4º do Regulamento Operacional do Fundo; permitirem que os cotistas, por meio da assembleia geral extraordinária realizada em 24.10.03, deliberassem acerca da liberação da verba prevista no item "urbanização e paisagismo" sem registrar o fato de a escola classe e de o jardim de infância não terem sido cons-

truídos; e não manterem atualizada e em perfeita ordem a documentação relativa aos imóveis e às operações do Fundo (infração à alínea "c" do inciso II do art. 14 da Instrução CVM nº 205/94);

ii) terem permitido que ocorresse, no período de 14.05.03 a 08.09.06, pagamento a maior pela prestação dos serviços de corretagem e publicidade, que causaram dano de R\$ 171.104,49 ao patrimônio do Fundo, em decorrência de atos de má gestão ou gestão temerária (infração à alínea "a" do inciso I do art. 15 da Instrução CVM nº 205/94); e divulguem informações inverídicas aos quotistas do Fundo (infração ao §1º do art. 51 da Instrução CVM nº 205/94).

BM&FBOVESPA

Ofício Circular 031-2011-DP – Política de Tarifação dos Produtos do Mercado a Vista e Derivativos

A BM&FBOVESPA divulgou, em 13 de julho, a sua nova política de tarifação, que elimina os subsídios cruzados existentes entre atividades de negociação e de pós-negociação, propiciando a comparabilidade dos preços praticados em seus produtos com outras bolsas.

O desequilíbrio entre a distribuição dos custos de negociação e pós-negociação e dos preços atualmente praticados pela Bolsa para essas atividades proporcionava um sério obstáculo para uma adequada comparação com outros mercados, principalmente com aqueles que não são integrados, ou seja, cuja estrutura de negociação e pós-negociação não estão sob a mesma entidade.

Atualmente, a política de tarifação possui distorções relevantes, principalmente no segmento Bovespa, onde as tarifas de negociação no mercado a vista de

ações representam aproximadamente 70% dos preços pagos pelos investidores, ao passo que os custos para essas atividades não refletem essa proporção. Apesar de os preços totais combinados de negociação e pós-negociação estarem em linha com os padrões internacionais, a atual distribuição tarifária cria uma falsa impressão de preços elevados, uma vez que a tarifa de negociação vigente diverge fortemente do padrão internacional.

Assim, visando elevar a eficiência de seus produtos, ampliar a liquidez de seus mercados e atrair novos participantes domésticos e estrangeiros, a BM&FBOVESPA implantará nova política de tarifação, o que acontecerá em duas etapas. Para os produtos do mercado a vista de ações e seus derivativos, as mudanças passarão a vigorar em 26/08/2011, e para os demais derivativos listados, com exceção do Contrato Futuro de Milho, em 31/10/2011.

Importante ressaltar que as mudanças asseguram a neutralidade do preço total para o investidor final e para os participantes de mercado em relação à estrutura de preços vigente.

A título de exemplo, com a nova política ora apresentada, o preço de negociação no mercado a vista de ações para os investidores "Pessoas Físicas e Demais Investidores" será reduzido de 2,85 pontos-base para 0,7 ponto-base, ficando em linha com as práticas de vários mercados internacionais. Ao mesmo tempo, o preço de pós-negociação (liquidação, compensação e contraparte central) passará de 0,6 ponto-base para 2,75 pontos-base.

Ou seja, promove-se um rebalanceamento tarifário em linha com o padrão de preços internacionais, sem nenhum impacto para o investidor final, que continuará a pagar a mesma tarifa combinada de 3,45 pontos-base relativos às atividades de negociação e de pós-negociação.

BSM ¹

PAD nº 4/10 – Aplicação de advertência

A BSM divulgou, no dia 15 de julho, decisão relativa ao Processo Administrativo (PAD) nº 4/2010, instaurado para apuração de indícios de infrações cometidas pela Solidez CCTVM Ltda. e pelo diretor da corretora, Sr. Chao En Ming, em decorrência de falhas estruturais nos controles e procedimentos operacionais observadas em auditoria da BSM.

O Sr. Chao, como diretor para o mercado de ações da corretora e, portanto, responsável pelo cumprimento dos dispositivos regulamentares, teria infringido o artigo 4º, parágrafo único, da Instrução CVM nº 387/03, e o artigo 10 da Instrução CVM nº 301/99.

Em 10/2/2011, a 2ª Turma do Conselho de Supervisão da BSM decidiu pela aplicação de advertência à corretora e ao Sr. Chao.

Os acusados interpuseram recurso contra a decisão da 2ª Turma, o qual foi julgado pelo Pleno do Conselho de Supervisão da BSM, em 20/5/11, que decidiu pela manutenção da aplicação da pena de advertência a ambos.

¹ Os resultados dos processos administrativos já finalizados na BSM podem ser consultados na página da BSM na rede mundial de computadores.

Reguladores e autorreguladores de outras jurisdições

Organização Internacional das Comissões de Valores (IOSCO)²

Relatório sobre o impacto das mudanças tecnológicas sobre a integridade e eficiência dos mercados

A IOSCO colocou, em 6 de julho, relatório para consulta pública, que discute conjunto de recomendações para mitigar os riscos aos quais os sistemas financeiros ficaram expostos com os recentes desenvolvimentos tecnológicos.

O relatório analisa as transformações tecnológicas mais significativas e as questões relativas à microestrutura de mercado que surgiram nos mercados financeiros nos últimos anos, particularmente as transações em alta frequência (HFT) e seu impacto na estrutura de mercado, no comportamento dos participantes, no processo de formação de preço, assim como na disponibilidade e na acessibilidade de liquidez.

O documento afirma que os avanços tecnológicos trazem benefícios à competição global dos mercados, à redução do tempo de transação e à geração de trilhas de auditoria para melhor transparência do mercado.

"Os diversos benefícios decorrentes dos avanços tecnológicos não devem, porém, ofuscar os riscos que

estas inovações representam para a eficácia e a integridade dos mercados", afirma o relatório.

"O que é menos claro é a extensão desses riscos na prática e quais medidas regulamentares devem ser priorizadas".

A IOSCO considera que as questões gerais da estrutura do mercado e a capacidade de fiscalização, incluindo os custos de supervisão necessários para lidar adequadamente com essas mudanças, exigem atenção especial por parte dos reguladores.

O relatório propõe, dentre outras sugestões, que:

- a) Os reguladores e supervisores devem estabelecer regras específicas para os HFT, tais como, testes de estresse de algoritmos, processos de certificação de novos algoritmos ou tarifas adicionais para altas taxas de cancelamento de ofertas;
- b) Os reguladores e supervisores devem estabelecer, para empresas que não são participantes diretos do ambiente de negociação, processos de registro e autorização; e
- c) Os reguladores e supervisores devem estabelecer tamanho mínimo das ofertas e tempo mínimo de permanência em exposição.

² A IOSCO – *International Organization of Securities Commissions* reúne mais de 95% dos mercados mundiais de valores mobiliários, em mais de 100 jurisdições. Entre seus principais objetivos, estão a cooperação para o desenvolvimento, a implementação e a promoção da adesão às normas internacionalmente reconhecidas de supervisão e de regulamentação dos mercados de capitais.

Estados Unidos

Governo americano publica estudo sobre os efeitos da *Volker Rule*³ prevista na Lei Dodd-Frank

O *Government Accountability Office* (GAO)⁴ americana publicou, em 13 de julho, estudo sobre os efeitos potenciais das restrições da Lei Dodd-Frank sobre as operações proprietárias das instituições financeiras, ou seja, operações realizadas com recursos próprios.

O estudo demonstra que há pouca evidência de que a medida possa afetar negativamente as instituições financeiras dos EUA por estreitar as suas opções para diversificação de receitas e para competitividade global.

O relatório também discorre sobre as limitações que os reguladores enfrentam atualmente na supervisão das atividades proprietárias dessas instituições.

Por fim, o GAO recomenda que os reguladores obtenham informação mais completa sobre a natureza do volume de atividades potencialmente abrangidas pela lei para assegurar sua capacidade de fiscalização e *enforcement* da norma.

³ Regra proposta na Lei Dodd-Frank de reforma financeira americana que popularmente ganhou esse apelido devido ao apoio proposto pelo ex-presidente do *Federal Reserve* (FED), Paul Volker. Consiste na separação das atividades de banco de investimento (*private equity* e de *hedge fund*) das atividades comerciais dos bancos e instituições financeiras. A regra visa proteger os investimentos dos clientes dos efeitos adversos dos investimentos proprietários das instituições financeiras.

⁴ US Government Accountability Office (GAO) é uma agência independente, apartidária, que trabalha para o Congresso americano e tem o papel de fiscalizar como o governo federal gasta o dinheiro do contribuinte.

Reino Unido

Banco Central do Reino Unido alerta para o impacto da fragmentação da estrutura de mercado e das estratégias de negociação HFT no aumento do Risco Sistemico

Em discurso no *International Economic Association XVI World Congress*, Andrew Haldane, Diretor Executivo para a Estabilidade Financeira do *Bank of England*, descreveu como as mudanças dramáticas ocorridas na estrutura de mercado e na velocidade de negociação impactam o processo de formação eficiente dos preços dos ativos negociados.

Em seguida, foram discutidas diversas opções de medidas que podem ser implantadas para lidar com o impacto dessas transformações na dinâmica do mercado.

Os principais vetores de mudança identificados foram a crescente fragmentação de mercado e o aumento da velocidade de negociação.

Mudanças regulatórias ocorridas nos mercados americano e europeu⁵ permitiram o surgimento de novos ambientes de negociação, com ganhos de inovação, aumento da concorrência e consequente redução dos custos de transação.

Em resposta à fragmentação dos mercados, as transações de alta frequência (HFT) tornaram-se força dominante em vários dos mercados financeiros. Os HFT aumentaram significativamente o volume de negócios e ocasionaram o aumento de liquidez e de volatilidade em situações de normalidade e o desaparecimento da liquidez em momentos de crise.

Andrew Haldane argumenta que, em momentos de estresse, os HFT são mais inclinados a retirar liquidez.

⁵ Regulamento NMS (Sistema de Mercado Nacional) nos Estados Unidos, em 2005, e MiFID (Diretiva dos Mercados de Instrumentos Financeiros) na Europa, em 2004.

Enquanto isso, os investidores de longo prazo podem ser incapazes ou relutantes em preencher a falta de liquidez. O resultado é um vazio de liquidez potencial e maior volatilidade de preços em momentos de estresse.

Afirma ainda que a nova arquitetura de negociação torna mais provável que choques se propaguem entre os mercados a vista e de futuros, entre diferentes bolsas e plataformas de negociação e entre diversos ativos correlacionados. Em outras palavras, distúrbios de preço localizados podem ser ampliados ao longo do tempo, dos mercados e das diferentes classes de ativos.

Dentre as sugestões propostas, destacam-se:

- a) exigência de que os formadores de mercado proporcionem liquidez, seja qual for a conjuntura do mercado;
- b) aprimoramento e harmonização dos mecanismos de *circuit breaker*⁶ entre os diversos ambientes de negociação;
- c) estabelecimento de limite de velocidade nas transações e tempo mínimo de permanência das ofertas; e
- d) revisão da estrutura do mercado fragmentado.

⁶ O *Circuit Breaker* é um mecanismo de controle de oscilação, utilizado pelos ambientes de negociação. Permite, na ocorrência de movimentos bruscos de mercado, o amortecimento e o rebalanceamento das ordens de compra e de venda. Esse instrumento constitui-se em um "escudo" à volatilidade excessiva em momentos atípicos de mercado.