

São Paulo, 14 de maio de 2010.

Assunto: **Acesso Direto ao Mercado (DMA) – Segmento Bovespa**

Modelo de Negociação da BM&FBOVESPA

I – DA ORIGEM

1. Em 20 de agosto de 2009 a BM&FBOVESPA solicitou autorização para implementação dos modelos de negociação DMA 2, 3 e 4 no segmento Bovespa, de forma a expandir, como já fizera no segmento BM&F, o conjunto de soluções de conectividade para negociação no mercado de ações.
2. No ano anterior, analisadas as características do chamado Acesso Direto ao Mercado (DMA) no segmento BM&F, a CVM manifestou-se favoravelmente implementação dos novos modelos de negociação naquele segmento, o que ocorreu de maneira gradativa, iniciando-se, em 29/08/2008, com a entrada em operação do Modelo 1 – DMA Tradicional.
3. No segmento Bovespa, o Modelo 1 – DMA Tradicional já se encontra há muito implementado por meio das Conexões Automatizadas, razão pela qual, na correspondência 169/2009-DP a Bolsa descreveu apenas os Modelos 2, 3 e 4, para cuja implementação desejava obter autorização.
4. Ocorre, no entanto, que a Auditoria Interna da Bolsa⁽¹⁾ detectou algumas não conformidades em procedimentos relacionados à negociação por meio das Conexões Automatizadas, o que se tornou um impeditivo à expansão do DMA no segmento Bovespa, tendo sido objeto de questionamento específico à Bolsa por ocasião da sua solicitação de autorização para ampliação daquele modelo de negociação (OFÍCIO/CVM/SMI/Nº028/09).
5. Em resposta às questões suscitadas pela CVM, a Bolsa enviou por meio da correspondência 001/2010-DP, de 05/01/2010, proposta para inibir a ocorrência das não-conformidades indicadas no Relatório de Pontos de Auditoria. As soluções foram analisadas, mas foram objeto de novo questionamento por meio do OFÍCIO/CVM/SMI/Nº 016/10, de 19/02/2010, uma vez que a proposição foi considerada insatisfatória.
6. Em 09/04/2010, por meio da correspondência 046/2010-DP, a Bolsa solicitou nova autorização para implementação dos modelos de negociação DMA 2, 3 e 4 no segmento Bovespa, em substituição à solicitação feita em agosto de 2009, bem como forneceu explicações solicitadas no OFÍCIO/CVM/SMI/Nº 016/10. É esse o conjunto de informações objeto desta análise.

II – DA PROPOSTA

a. Reestruturação do DMA 1

7. No que tange ao DMA 1, a Bolsa propôs o reagrupamento das portas de acesso às atuais conexões Varejo, Institucional e Gestor, bem como a redefinição das figuras de Repassador de Ordens e Gestor de Ordens. A reestruturação proposta será feita em duas etapas. A primeira etapa, a ser implantada tão logo seja concedida autorização pela CVM, resultará na seguinte estrutura de conexão:
 - i. Conexão DMA: conexão por meio de porta acessada diretamente pelo cliente final (aquele para o qual são alocados os negócios originados de ordens enviadas por meio dessa porta). Serão classificadas como conexão DMA as atuais portas de conexão Varejo 300 a 309 e 360 a 399 e as de conexão Institucional 500 a 509 e 559 a 599.
 - ii. Conexão Repassador: conexão por meio de porta acessada pelo repassador de ordens de clientes finais. Serão classificadas como conexão Repassador as atuais portas da conexão Varejo 310 a 359 e as portas da conexão Institucional 510 a 559.
 - iii. Conexão Gestor: conexão por meio de portas acessadas por gestores de ordens (atuais portas 400 a 499).
8. Na segunda etapa, a ser iniciada em outubro/2010, a conexão Gestor será descontinuada com a implantação da Conta Máster para o segmento Bovespa. A Conta Máster consiste de um agrupamento de contas, registradas sob a mesma corretora, de clientes finais que possuem vínculo específico entre si, como vínculo de gestão comum, por exemplo. Ressalte-se que, uma vez indicado para uma Conta Máster, um negócio só pode ser alocado para uma das contas a ela vinculadas. Por outro lado, um negócio que não tenha sido indicado para uma Conta Máster no prazo específico (uma hora para derivativos e três horas para o mercado à vista) não pode ser alocado para um cliente vinculado àquela conta.
9. Uma vez implementada a Conta Máster, as ordens enviadas por Gestores de Ordens deverão conter a identificação da conta de alocação ou da Conta Máster à qual a conta de alocação está associada e, tal como na Câmara de Derivativos, fundos de investimento terão suas contas, obrigatoriamente, associadas a uma Conta Máster identificada para seus gestores.
10. Somente poderão ser classificados como Gestores de Ordens os: (i) gestores de fundos de investimentos nacionais, devidamente autorizados pela CVM nos termos da Instrução CVM nº 409, e administradores de carteira devidamente autorizados pela CVM, nos termos da Instrução CVM nº 306; (ii) gestores, nacionais ou estrangeiros, de fundos de investimento internacionais atuando no Brasil por meio da Resolução CMN nº 2.689; e (iii) intermediários estrangeiros, devidamente registrados perante órgão competente no país de origem, atuando em nome de investidores não residentes que acessam o mercado brasileiro por meio da Resolução CMN nº 2.689.
11. Frise-se que na primeira etapa da reestruturação do DMA 1, somente serão possíveis as reespecificações para ordens enviadas por Gestores de Ordens, uma vez que, desde 05/04/2010, está bloqueada a funcionalidade de alteração de alocação de negócios originados de ordens enviadas pelos demais tipos de conexão automatizada. Referido bloqueio também atingirá as ordens enviadas por meio da conexão Gestor tão logo se inicie a operação da Conta Máster no segmento Bovespa que, como dito, inaugura a segunda etapa da reestruturação do DMA 1.
12. Por fim, ainda quanto à reestruturação do DMA 1, a Bolsa propõe uma redefinição dos Repassadores de Ordens que abrangeriam (i) corretoras do segmento Bovespa e outros intermediários autorizados pela CVM e/ou Banco Central do Brasil, vinculados a corretoras do segmento Bovespa; e (ii) agentes autônomos de investimentos, nos termos da Instrução CVM nº 434, vinculados a corretoras do segmento Bovespa.

a. Solicitação de Autorização para os Modelos de Negociação DMA 2, 3 e 4

13. As formas de acesso direto ao mercado reduzem a participação do intermediário no acesso do investidor aos ambientes de negociação sem, contudo, reduzir sua responsabilidade no processo de investimento. Em todas as modalidades de acesso é mantido o vínculo lógico entre o cliente e o intermediário que o concede, de forma que se preserva a capacidade de interferência do intermediário no fluxo de ordens/ofertas encaminhadas pelo cliente, bem como a responsabilidade do intermediário pelos negócios decorrentes daquelas ordens/ofertas.
14. A Bolsa pretende ampliar a negociação por meio de acesso direto no segmento Bovespa tal qual já o fez no segmento BM&F. Para tanto, solicita

autorização para a implementação dos modelos DMA 2, 3 e 4, cujas principais características são expostas a seguir.

- i. Modelo 2 – DMA via Provedor: essa modalidade consiste no roteamento de ordens via infraestrutura tecnológica fornecida por empresa provedora de serviços de roteamento de ordens (também conhecida como Provedora de DMA). O vínculo lógico entre o cliente e a corretora é controlado pelos sistemas da Bolsa e da provedora de DMA, já que as mensagens enviadas pelo cliente não trafegam pela infraestrutura tecnológica da corretora, mas sim pela infraestrutura da provedora, a qual poderá, inclusive, ter sua estrutura de hardware e software instalada no centro de processamento de dados da BM&FBOVESPA.
- ii. Modelo 3 – DMA via Conexão Direta: essa modalidade consiste no envio de ofertas via conexão direta do cliente à Bolsa, sem utilização da infraestrutura tecnológica da corretora ou de empresa provedora de DMA. O vínculo lógico entre o cliente e a corretora é controlado pelos sistemas da Bolsa.
- iii. Modelo 4 – DMA via Co-location – Modalidade Investidor: as ordens do investidor são geradas e enviadas por software instalado em seu equipamento (servidor) hospedado no centro de processamento de dados da Bolsa. O cliente possui acesso remoto ao seu equipamento, para fins de configuração de parâmetros, monitoração, administração e manutenção necessárias. O vínculo lógico entre o cliente e a corretora é controlado pelos sistemas da Bolsa.

15. A responsabilidade da corretora pelas ofertas enviadas por seus clientes independe do meio utilizado para a transmissão das ofertas, de forma que a corretora poderá alterar ou cancelar ofertas transmitidas via DMA, bem como bloquear o acesso direto de seus clientes ao sistema de negociação. A oferta de acesso via modelo DMA implica a adoção, pelas corretoras, de práticas de gerenciamento de risco pré-negociação as quais podem ser implementadas pela (i) utilização da ferramenta de controle de limites operacionais desenvolvida e oferecida pela BM&FBOVESPA, a denominada Mega-LiNe (Limites de Negociação); ou (ii) utilização de outra ferramenta, desde que observados padrões mínimos estabelecidos pela Bolsa.

16. A adoção de ferramenta de controle diversa da oferecida pela Bolsa está condicionada a possibilidade de que a corretora possa estabelecer, para cada cliente ou Conta Máster, os seguintes riscos máximos, os quais podem ser mensurados por quantidade de contrato, exposição financeira, risco financeiro:

- i. Ofertas de compra e de venda, por ativo;
- ii. Posição comprada e de posição vendida, por instrumento; e
- iii. Posição comprada e de posição vendida, por grupo de instrumento.

17. Adicionalmente, a ferramenta deverá permitir que a corretora (i) estabeleça parâmetros de negociação diretamente a partir de aplicativo nela instalado; (ii) monitore, em tempo real, a utilização dos parâmetros de negociação; e (iii) altere, em tempo real, os parâmetros de negociação.

18. Quanto ao gerenciamento de riscos pós-negociação, a Bolsa, apesar de exigir o desenvolvimento de modelos para essa finalidade, não estabelece os critérios norteadores.

III – DA ANÁLISE

19. A utilização de ferramentas de acesso direto ao mercado parece-nos tendência irreversível do mercado de valores mobiliários, mas que merece ser analisada com o devido cuidado.

20. Tendo em vista que no segmento Bovespa a utilização de Conexões Automatizadas (ora rebatizadas como DMA – Modelo 1) é, há muito, realidade, é importante que a análise da solicitação feita pela Bolsa seja feita considerando-se essa parcial implementação.

21. Quanto à reestruturação proposta para o DMA 1 é importante destacar que um importante passo foi dado com a recente implantação do bloqueio da funcionalidade de alteração de alocação de negócios originados de ordens enviadas por conexões automatizadas, o que deve contribuir para a redução de casos de uso inadequado das conexões. A possibilidade de realocação de um negócio, agora, está restrita a casos de erro operacional no envio da ordem, ainda assim, somente a conta erro da corretora poderá ser usada para a nova alocação.

22. A adoção da Conta Máster no segmento Bovespa⁽²⁾ também nos parece uma medida positiva porquanto aumenta o controle sobre os negócios passíveis de reespecificação, uma vez que restringe as alocações às contas vinculadas à Conta Máster obrigatoriamente indicada quando do envio da ordem.

23. Questão mais delicada é a relacionada à atuação dos Repassadores de Ordens. Entendemos que um Repassador de Ordens sempre atua em nome de um cliente final previamente determinado, inexistindo razão para que ele também possa se utilizar da Conta Máster, como propõe a Bolsa. Adicionalmente, parece-nos muito ampla a definição de Repassador proposta pela entidade porque abrange o próprio intermediário, o que contraria a definição de Acesso Direto ao Mercado. Ora, se a ordem é dada pelo cliente e inserida no sistema de negociação pela mesa da corretora, não se trata de acesso direto.

24. Em resumo, somos favoráveis à reestruturação do DMA 1 proposta pela Bolsa, com a ressalva de que se restrinja a definição do Repassador de Ordens, excluindo-se a possibilidade de que uma pessoa autorizada a operar no segmento Bovespa possa ser assim qualificada. Adicionalmente, deve o Repassador de Ordens ser impedido de utilizar a Conta Máster, dada a possibilidade de especificação imediata do código do cliente final.

25. Quanto aos Modelos DMA 2, 3 e 4, entendemos que a análise da conveniência e oportunidade de sua implementação no segmento Bovespa não pode ser descontextualizada. Não se pode negar que as formas de acesso direto ganharam importância nos últimos anos, estando presentes em todos os mercados mais sofisticados.

26. A expansão do acesso direto, decorrente da eletronificação dos mercados, é normalmente atribuída à demanda dos investidores por maior controle sobre o processo de investimento e pela redução da latência na execução. Embora essa expansão seja fonte de preocupações dos reguladores mundo afora, o uso de sistemas eletrônicos também traz benefícios regulatórios tais como a geração de trilhas de auditoria e o incentivo à adoção de ferramentas automáticas de controle de riscos.

27. Nota-se, no entanto, que algumas questões concernentes ao acesso direto atualmente discutidas em fóruns de debate internacionais têm aplicação direta no Brasil. Dentre essas questões destacam-se a necessidade de aperfeiçoamento da gestão de risco pelos intermediários e a disseminação de "algorithmic trading", suscitando, inclusive, questões relativas à capacidade tecnológica da Bolsa, já que se espera um aumento no número de mensagens a serem suportadas pelo sistema⁽³⁾.

28. No pedido de autorização feito pela Bolsa inexistiu previsão de acesso direto que não tenha sido concedido por pessoa autorizada a operar. Essa

concessão decorre de uma relação contratual entre as partes envolvidas. Na proposta apresentada, no que tange aos controles de risco pré-negociação, a Bolsa fará avaliação da ferramenta fornecida pelo provedor de DMA e do uso que a corretora fará de tal ferramenta, no caso do DMA 2, bem como exercerá controle direto em seus sistemas quando se tratar de DMA 3 e 4.

29. Ressalte-se que a Bolsa centrou-se nos riscos de crédito. Não há supervisão específica acerca do cumprimento de normas e regras de mercado. Uma questão particularmente sensível e muito debatida é a relação entre o acesso direto e manipulação de mercado. Parece-nos claro que o aumento do número de ofertas decorrente da disseminação do acesso direto, aumenta a complexidade do monitoramento de mercado e exige mudanças nas áreas de acompanhamento.

30. O acesso ao direto ao mercado por meio de co-location e o uso de "algorithmic trading" levanta questões relacionadas à equidade e higidez do mercado. As discussões, no entanto, estão apenas no início e até o momento nenhuma medida efetiva foi tomada para inibir a ação dos "algo traders" ou o acesso ao mercado por meio do co-location. A questão foi apenas tangenciada pelo Grupo Permanente 2 da IOSCO que está finalizando o Relatório Final sobre os Princípios para o Acesso Eletrônico Direto aos Mercados.

31. O acesso por co-location, de acordo com a proposta da Bolsa para o segmento Bovespa, estará restrito à modalidade investidor. A inexistência da modalidade Corretora retira do intermediário a discricionariedade na oferta de acesso aos seus clientes, uma vez que caberá ao investidor a iniciativa de contratação do acesso, a qual não prescinde de assinatura em Termo de Adesão preparado pela Bolsa tanto do investidor, quanto dos intermediários sob os quais ele pretende operar.

32. Haja vista os sistemas de controle de risco exigidos pela Bolsa para a concessão do acesso direto estarem em consonância com as práticas atualmente adotadas no cenário internacional, mas se restringirem aos riscos de crédito, a SMI, embora se posicione favoravelmente à implementação dos Modelos 2, 3 e 4 de DMA, propugna pela exigência de que a Bolsa inicie o desenvolvimento de um projeto de aperfeiçoamento do acompanhamento de mercado com vistas a manutenção de sua integridade, cuja primeira etapa nos deve ser enviada no prazo máximo de três meses.

À apreciação superior,

Margareth Noda

Analista

Waldir de Jesus Nobre

Superintendente de Relações com o Mercado e Intermediários

[\(1\)](#) Relatório de Pontos de Auditoria da BM&FBOVESPA S.A., datado de 28/01/2009.

[\(2\)](#) Vale lembrar que a Conta Máster só deverá ser implementada em Outubro deste ano, permanecendo vigentes as regras atuais até a data da implementação.

[\(3\)](#) Uma das abordagens da Bolsa para o aumento do número de ofertas que não geram negócios é a tarifação do excesso de ofertas registradas no sistema e não fechadas. Foram estabelecidas franquias mensais em função do volume operado e fixada a tarifa de R\$ 0,04 por oferta excedente.