



08 de outubro de 2020
001/2020-VOP-BSM

COMUNICADO EXTERNO

Ref.: **Esclarecimentos sobre Negociação de Valores Mobiliários fora dos Mercados Administrados pela B3**

A negociação de valores mobiliários fora dos mercados organizados visa atender a demandas de investidores por valores mobiliários não listados em bolsa, conhecida no mercado como negociação em call de mesa.

Dentre tais demandas, há a procura por valores mobiliários que derivam de outros valores mobiliários listados e negociados nos mercados administrados pela B3 (por exemplo, estruturas, deltas e/ou figuras), a seguir denominados “combinações”.

Este Comunicado Externo consolida o entendimento da B3 e da BSM sobre o tema, anteriormente apresentado em workshops, seminários e em decisões do Conselho de Supervisão da BSM, todos publicados no site da BSM. Além disso, a BSM tratou do tema em reuniões específicas com os participantes.

Nesse sentido, o presente Comunicado Externo apresentará: (1) a definição de prática de negociação denominada call de mesa; (2) a regulamentação aplicável; (3) as condições para o call de mesa; (4) exemplos (não exaustivos) de uso de call de mesa compatíveis com a regulamentação; (5) execução de operações na B3 decorrentes de negociação, em call de mesa, de combinações que derivam de valores mobiliários listados, (6) exemplo de operação irregular, (7) Diferença entre call de mesa e busca por contraparte e (8) esclarecimentos adicionais.

1. Definição de prática de negociação denominada call de mesa

1.1. Call de mesa é expressão utilizada pelo mercado para designar a negociação, fora dos mercados administrados pela B3, de valores mobiliários¹, em que:

- a) participem intermediários, operando carteira própria ou por conta de clientes e/ou investidores e, cumulativamente;
- b) haja interação competitiva entre ofertas de compra e de venda, para a definição de quantidade e preço de valor mobiliário.

¹ Entende-se por valores mobiliários os ativos previstos no art. 2º da Lei 6.385/76.

2. Regulamentação aplicável

- 2.1.** Os valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados organizados da B3² são aqueles negociados por meio de ofertas de compra e venda inseridas nos sistemas de negociação administrados pela B3, a seguir denominados “valores mobiliários listados”.
- 2.2.** Combinações que derivem de dois ou mais valores mobiliários listados também são consideradas valores mobiliários listados, caso essas combinações estejam disponíveis para negociação nos mercados administrados pela B3. Nesse caso, a negociação desses valores mobiliários também ocorre por meio de ofertas de compra e venda inseridas nos sistemas de negociação administrados pela B3.
- 2.3.** Há valores mobiliários, derivados ou não, de valores mobiliários listados, que não estão disponíveis para negociação nos mercados administrados pela B3. Nesse caso, as ofertas de compra e venda podem ser apregoadas em call de mesa, que cumpre importante função para conferir liquidez à negociação de valores mobiliários não listados na B3 e, portanto, é complementar e acessória à negociação realizada nos mercados administrados pela B3.
- 2.4.** Por outro lado, os valores mobiliários listados, isto é, aqueles que são negociados por meio de ofertas de compra e venda inseridas nos sistemas administrados pela B3, não podem ser negociados em call de mesa, de acordo com o artigo 59 da Instrução CVM 461/07, que estabelece que “[é] vedada a negociação, fora de mercado organizado, de valores mobiliários nele admitidos (...)”.
- 2.5.** A Tabela 1 apresenta resumo das situações em que se poderá ou não negociar valores mobiliários em call de mesa.

² De acordo com o artigo 57, §1º da Instrução CVM 461/07, entende-se por valores mobiliários admitidos à negociação nos mercados organizados de bolsa da B3 aqueles registrados pela CVM e admitidos à negociação nos mercados organizados da B3, nos termos do Regulamento para Listagem de Emissores e Admissão à Negociação de Valores Mobiliários.

Tabela 1 – Resumo das situações passíveis, ou não, de negociação em call de mesa

Ativos	Possibilidade de negociação em call de mesa
Valor mobiliário listado para negociação na B3.	Não pode ser negociado em call de mesa.
Valor mobiliário não listado para negociação na B3.	Pode ser negociado em call de mesa.
Combinação de valores mobiliários listados, sendo essa combinação listada para negociação na B3.	Não pode ser negociada em call de mesa.
Combinação de valores mobiliários listados, sendo essa combinação não listada para negociação na B3.	Pode ser negociada em call de mesa.
Combinação composta por valor mobiliário listado para negociação na B3 e valor mobiliário não listado para negociação na B3, Dólar a vista ou títulos públicos.	Pode ser negociada em call de mesa.

2.6. Destaca-se que o art. 20, III³ e o art. 32, I⁴ da Instrução CVM 505/11 atribuem ao intermediário a responsabilidade de informar seus clientes a respeito da prática regular para negociação de valores mobiliários, conforme descrito na Tabela 1.

³ "Art. 20. O intermediário deve estabelecer regras, procedimentos e controles internos sobre a execução de ordens, de modo a: (...) III – assegurar que os clientes sejam informados a respeito dos diferentes mercados em que os valores mobiliários objeto da ordem podem ser negociados."

⁴ "Art. 32. O intermediário deve: I – zelar pela integridade e regular funcionamento do mercado, inclusive quanto à seleção de clientes e à exigência de garantias."



001/2020-VOP-BSM

3. Condições para o call de mesa

- 3.1.** É permitida a negociação em call de mesa de valores mobiliários não listados, incluindo combinações de valores mobiliários listados não disponíveis para negociação nos sistemas da B3, conforme descrito na Tabela 1.
- 3.2.** Os intermediários que participam do call de mesa devem cumprir as regras da Instrução CVM 505/11, em especial, aquelas referentes à gravação de ordens, ao tratamento de conflito de interesses e ao atendimento às melhores condições de execução (best execution). Adicionalmente, o intermediário deve manter, pelo prazo regulamentar, todas as informações comprobatórias do registro das operações de combinação de ativos em ambiente de balcão, no Brasil ou no exterior, para, caso seja solicitado, apresentar à BSM.

4. Exemplos (não exaustivos) de uso de call de mesa compatíveis com a regulamentação

- 4.1.** Com base nos entendimentos constantes dos itens 2.1, 2.2 e 2.3, as combinações a seguir são exemplificativas do uso regular do call de mesa.

- a) Curva de juros: a combinação de, no mínimo, dois contratos com vencimentos distintos de Futuro de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia (DI1), de Futuro de Taxa Média de Compromissadas de Um Dia (OC1), de Futuro de Cupom Cambial de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia (DDI) ou Futuro de Cupom Cambial de Operações Compromissadas de Um Dia (DCO).

Exceto as combinações disponibilizadas pela B3 com Operações Estruturadas de Forward Rate Agreement de Cupom Cambial (FRC), de Forward Rate Agreement de Cupom Cambial de OC1 (FRO), de Operação Estruturada de Volatilidade de Taxa de Juro Forward (VF1 ao VF9) e Operações Estruturadas de Volatilidade de Taxa de Juros a Vista (VID) não podem ser negociadas fora da B3.

- b) Curva de volatilidade do Ibovespa e do IBrX-50: combinações entre carteira a vista do Índice Bovespa, Contrato Futuro de Ibovespa (IND) e Opções sobre Ibovespa; ou combinações entre a carteira a vista, Contrato Futuro de Índice Brasil-50, IBrX-50 (BRI) e Opções sobre Índice Brasil-50, IBrX-50, sempre com uma combinação mínima de dois contratos.

001/2020–VOP-BSM

- c) Operações com dólar: combinações mínima de dois contratos entre dólar a vista e Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial (DOL) ou dos Futuros de Moedas (em R\$ e US\$) e o Futuro de Taxa de Câmbio de Reais por Dólar Comercial (DOL). Exceto para Operações Estruturadas de Forward Points com Contrato Futuro de Dólar Comercial (FRP) e Operações Estruturadas de Volatilidade de Dólar Comercial (VTC).
- d) Figuras compostas por opções listadas: combinações específicas de opções listadas, como: trava de alta (bull spread), trava de baixa (bear spread), borboleta comprada (long butterfly), borboleta vendida (short butterfly) e strangle; e
- e) Operações de títulos públicos casados: combinação de título público com Contrato Futuro de Taxa Média de Depósitos Interfinanceiros de Um Dia.

4.2. Como consequência das explicações acima, todos os valores mobiliários ou combinações que ficarem disponíveis para negociação no sistema da B3, a partir da publicação deste Comunicado Externo, não poderão ser negociados em call de mesa.

5. Execução de operações na B3 decorrentes de negociação, em call de mesa, de combinações que derivam de valores mobiliários listados

- 5.1.** No call de mesa, a apregoação para negociação de combinação é realizada por meio da indicação do preço e quantidade da combinação e não pelo preço e quantidade dos valores mobiliários listados, componentes da combinação, a seguir denominados “pontas”.
- 5.2.** A partir da definição do preço e quantidade da combinação no call de mesa, o operador executará as pontas no mercado organizado, observando as condições de mercado e regras de túneis de preço na B3.
- 5.3.** Como o preço de negociação da combinação no call de mesa pode ser diferente do somatório dos preços de execução das pontas da combinação no mercado organizado da B3, é importante que os intermediários alertem seus clientes para o fato de que a negociação do preço e quantidade da combinação no call de mesa não garante a execução das pontas na B3 em preços e quantidades que, somadas, atinjam os preços e quantidades da combinação negociados no call de mesa.

001/2020–VOP-BSM

- 5.4.** Nessa situação, o participante deverá observar as regras de negociação do mercado organizado e não realizar operações que configurem criação de condições artificiais de demanda, oferta ou preço de valores mobiliários, nos termos da Instrução CVM 8/79, incisos I e II, alínea (a).
- 5.5.** A seguir, é demonstrado exemplo de inserção de ofertas e execução do negócio fechado no call de mesa nos sistemas de negociação da B3 para atingir preços de valores mobiliários listados, decorrentes da negociação da combinação em call de mesa.

6. Exemplo de operação irregular

- 6.1.** O exemplo a seguir trata de negociação de combinação não listada, derivada de valores mobiliários listados. Portanto, a negociação da combinação é permitida em call de mesa.
- 6.2.** A negociação da combinação no call de mesa gerou preços das pontas que eram diferentes dos preços permitidos para negócios diretos no mercado administrado da B3 (fora do spread), conforme regra de operações da B3.
- 6.3.** No momento da execução do negócio direto na B3 do preço da combinação, o somatório dos preços da combinação negociada no call de mesa não correspondia ao preço de mercado das pontas da combinação, inviabilizando sua negociação já que as operações devem respeitar todas as regras de negociação da B3.
- 6.4.** A irregularidade, nesse caso, consiste na execução de money pass no mercado de bolsa administrado pela B3 (simulação de negócio de bolsa para transferir recursos entre as partes) para atingir o preço negociado no call de mesa, que era incompatível com o preço da ponta negociado no mercado de bolsa administrado pela B3.
- 6.5.** Dessa forma, o preço da execução das pontas no mercado da B3 somado ao valor transferido no *money pass*, corresponde ao preço definido no call de mesa. E conforme acima referido, os preços das pontas da combinação negociada no call de mesa, não eram possíveis de serem negociados nos mercados administrados pela B3, pois eram incompatíveis com as regras de operações da B3.

001/2020-VOP-BSM

6.6. As Tabelas 2 e 3 apresentam combinação não listada, derivada de valores mobiliários listados, negociada em call de mesa entre o Cliente A e o Cliente B.

Tabela 2 – Exemplo de figura⁵ negociada no call de mesa

Figura	Cliente	Natureza negociação	Opção de venda	Opção de compra	Soma dos prêmios (R\$) (a)	Quantidade (b)	Financeiro (R\$) (a x b x 50)
Straddle 1	Cliente A	V	DOLZGF5	DOLZG95	102,00	300	1.530.000
	Cliente B	C					-1.530.000
Straddle 2	Cliente A	V	DOLZG87	DOLZGD7	95,00	300	1.425.000
	Cliente B	C					-1.425.000
					Financeiro Total	Cliente A	2.955.000
						Cliente B	-2.955.000

Fonte: B3.

6.7. No momento da execução do negócio no mercado organizado, o somatório dos preços disponíveis das pontas da combinação não refletia o preço da combinação negociada no call de mesa.

6.8. Nesse caso, o participante executou as pontas de acordo com os preços disponíveis no mercado organizado, conforme Tabela 3 abaixo.

Tabela 3 – Exemplo de figura negociada no mercado organizado

Figura	Cliente	Natureza negociação	Opção de venda	Opção de compra	Soma dos prêmios (R\$) (a)	Quantidade (b)	Financeiro (R\$) (a x b x 50)
Straddle 1	Cliente A	V	DOLZGF5	DOLZG95	111,00	300	1.665.000
	Cliente B	C					-1.665.000
Straddle 2	Cliente A	V	DOLZG87	DOLZGD7	100,00	300	1.500.000
	Cliente B	C					-1.500.000
					Financeiro Total	Cliente A	3.165.000
						Cliente B	-3.165.000

Fonte: B3.

⁵ Prêmio da opção: expresso em reais por US\$1.000, cada opção refere-se a um contrato futuro da taxa de câmbio de reais por dólar, cujo tamanho é US\$50.000.

001/2020–VOP-BSM

6.9. Em decorrência da execução de operação em mercado organizado a preço distinto do negociado em call de mesa, as Tabelas 2 e 3 apresentam diferença financeira de R\$210.000,00, demonstrada na Tabela 4.

Tabela 4 – Exemplo de operações simuladas para compensar diferença financeira de R\$210.000,00

Qtd.	Preço	Comprador		Vendedor	
		Cliente	Ajuste	Cliente	Ajuste
1.050	2.555,00	A	614.775,00	B	-614.775,00
1.050	2.551,00	B	824.775,00	A	-824.775,00
Compensação financeira				Cliente A	-210.000,00
				Cliente B	210.000,00

Fonte: B3.

6.10. O participante executou day trade para compensar a diferença de R\$210.000,00, o que caracterizou a execução de operação simulada no mercado organizado, conforme Tabela 4.

6.11. Portanto, no exemplo apresentado, o participante incorreu em irregularidade ao executar operação simulada para compensar a diferença financeira decorrente da execução de operação em mercado organizado a preço distinto do negociado em call de mesa.

7. Diferença entre call de mesa e busca por contraparte

7.1 Não é considerada call de mesa a prática de o intermediário buscar, fora do sistema de negociação da B3, contraparte (comprador ou vendedor), inclusive por meio de carteira própria, para valor mobiliário listado na B3, sem interação competitiva entre ofertas de compra e venda.

7.2. A busca por contraparte, inclusive por meio de carteira própria, para a operação ocorre, quando o intermediário:

- a) recebe ordem de compra ou venda de quantidade igual, ou superior, aos parâmetros definidos pela B3 para execução de negócio direto;
- b) busca uma ou mais contrapartes para a operação, sem que haja interação competitiva entre as ofertas das contrapartes contatadas; e



001/2020–VOP-BSM

- c) executa uma ou mais operações por meio de negócio direto, conforme as regras definidas pela B3.

7.3. A busca por contraparte (comprador ou vendedor) é uma prática regular, desde que o intermediário observe as regras dispostas na Instrução CVM 505/11, em especial, aquelas referentes ao conflito de interesse e ao best execution, e as regras de negociação da B3.

8. Esclarecimentos adicionais

8.1. A CVM validou a orientação deste Comunicado Externo por meio do Ofício nº Ofício nº 100/2020/CVM/SMI/GMA-2, de 30/09/2020⁶.

8.2 Esclarecimentos adicionais a respeito dessa nota poderão ser obtidos pelo telefone (11) 11) 2565-6871/5315/6074.

Cícero Augusto Vieira Neto
Vice-Presidente de Operações, Clearing e Depositária

Marcos José Rodrigues Torres
Diretor de Autorregulação

⁶ Anexo ofícios BSM/DAR-3334/2020 e 100/2020/CVM/SMI/GMA-2. O item 3.2 do presente ofício já contempla o aperfeiçoamento mencionado pela CVM.