

As transações de troca por físico (Exchange for Physical - EFP) surgiram há mais de um século nos mercados de cereais e de outras mercadorias físicas. Ao longo dos anos, essa prática foi adotada no contexto dos futuros financeiros e generalizada como "Troca de Futuros por Posições Relacionadas" (Exchange of Futures for Related Positions - EFRP).

Em acréscimo às EFRPs, a bolsa introduziu uma prática relacionada, conhecida como "negociação em bloco" (*block trading*). As EFRPs e as negociações em bloco enquadram-se em uma categoria geral, conhecida como "ex-pit" (fora do pregão).

Este documento destina-se a explicar as transações ex-pit, inclusive EFRPs e blocos, como praticadas atualmente nos mercados do CME Group, usando nossos contratos futuros de taxa de juros como foco da discussão.

É importante reconhecer que o CME esforça-se

para equilibrar as necessidades das firmas que fornecem liquidez no livro central de limites de ordens (CLOB na sigla em inglês), representado pelo mercado da plataforma eletrônica de negociações CME Globex®, com as das instituições, mantendo um mercado ordenado, líquido e transparente em uma ampla gama de situações.

Transações ex-pit - O termo "transação ex-pit" refere-se a qualquer transação executada fora dos meios convencionais (isto é, fora do pregão de viva voz ou da plataforma de negociação eletrônica CME Globex®) em bases não competitivas.

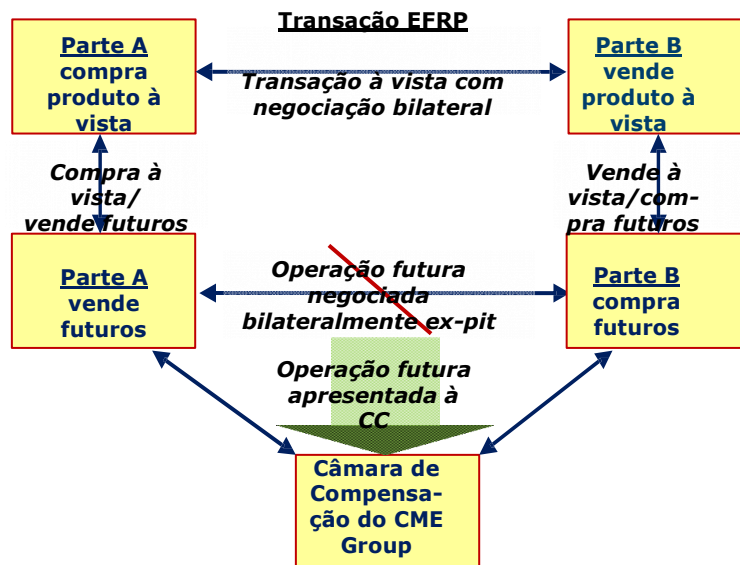
Troca por físico ("EFP"), troca por risco ("EFR") e troca de opções por opções ("EOO") são alguns dos tipos de EFRPs. Por sua vez, as EFRPs são um subconjunto de um grupo maior de transações "ex-pit", que incluem negociações em bloco (*block trade* - ver a Regra 526 do CME e da CBOT) e transferências de retaguarda (ver Regra 853 do CME e da CBOT).

Embora existam algumas distinções regulamentares, todas essas operações representam transações negociadas de forma não competitiva e, em seu conjunto, são denominadas transações "ex-pit" (fora do pregão) operações futuras são negociadas bilateralmente fora de

O que é uma EFP? Uma EFP é uma transação negociada privadamente entre duas contrapartes e envolve a troca simultânea de uma posição futura por uma posição economicamente equivalente, seja financeira, à vista ou no mercado de balcão.

Além das EFPs, os Livros de Regras do CME e da CBOT (ver Regra 538 do CME e da CBOT) permitem as transações EFR. As EFRs distinguem-se das EFPs porque a posição que compensa o contrato futuro é um instrumento do mercado de balcão, como um swap.

As EOs são semelhantes



às EFRs, permitindo a troca de uma posição em opções negociadas em bolsa por uma posição similar no mercado de balcão. Salvo por essas distinções, as EFPs, EFRs e EOs são praticamente idênticas, representando diversas formas de transações EFRP.

Basicamente, as EFRPs podem ser encaradas como "travas" negociadas privadamente. As negociações futuras são feitas bilateralmente e à parte em um ambiente competitivo

como o pregão da bolsa ou a plataforma eletrônica CME Globex e, posteriormente, registradas na câmara de compensação do CME Group, onde são contabilizadas como qualquer outra posição futura.

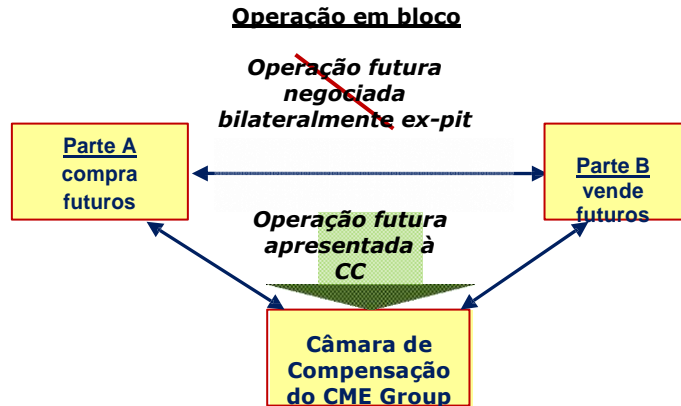
O CME Group não tem qualquer participação na execução e subsequente contabilização da posição à vista. Ao contrário, elas cabem às duas contrapartes da EFP.

Compensação da posição à vista - A posição de liquidação financeira, à vista ou no mercado de balcão que é trocada pelo contrato futuro em uma EFRP deve ser um produto que represente uma compensação econômica legítima. A bolsa identifica as compensações aceitáveis em qualquer mercado específico registrado em uma série de perguntas mais comuns publicadas pelo Departamento de Regulação de Mercado do CME Group.

No contexto de futuros de taxa de juros, as posições compensadoras reconhecidas incluem "instrumentos de renda fixa com características de risco e prazos que correspondam aos do instrumento objeto do contrato. Tais instrumentos incluem, entre outros, instrumentos do mercado financeiro,

títulos do Tesouro dos EUA e de agências do governo norte-americano, títulos privados em graus de investimento, contratos de taxas a termo (FRAs), instrumentos hipotecários, inclusive obrigações garantidas por hipotecas (CMOs) e swaps de taxas de juros e opções sobre swaps ("Swaptions"). Além disso, as transações da posição associada relacionada devem ser comparáveis, em termos de quantidade, valor ou exposição ao risco, ao contrato da bolsa".¹

Operações em bloco ("block trades") - operações em bloco são simplesmente operações futuras negociadas privadamente entre duas partes qualificadas e apresentadas posteriormente à câmara de compensação do CME para contabilização.



Para fins de informação de preços, as operações em bloco devem ser informadas à bolsa no prazo de 5 a 15 minutos de sua execução. A tabela abaixo apresenta um resumo

As operações em bloco proporcionam aos investidores institucionais a conveniência de negociar privadamente uma transação de futuros com uma contraparte qualificada selecionada. Em especial, é frequente que as instituições busquem executar transações de grande volume a um único preço, desfrutando dos benefícios oferecidos pelas garantias financeiras associadas à contraparte centralizada (centralized counterparty - CCP) do sistema de compensação do CME.

Uma vez lançados nos livros da câmara de compensação, o contrato futuro resultante é indistinguível de qualquer outra transação futura daquele produto específico. Dessa forma, essas transações podem ser encerradas posteriormente pela abertura de uma posição contrária, executada de forma convencional no sistema de eletrônico de negociações CME Globex ou no pregão de viva voz.

Uma operação em bloco pode ser diferenciada de uma EFRP porque, ao contrário dessa última, não envolve uma transação oposta no mercado à vista ou de balcão. Isso implica que, frequentemente, elas podem ser protegidas pelos formadores de mercado com a entrada de ordens no CLOB. Em contrapartida, uma EFRP é "neutra para o mercado", já que consiste de uma posição futura compensada por uma posição em outro mercado.

A bolsa impõe certas restrições às transações em bloco. Apenas "Participantes elegíveis do contrato" (Eligible Contract Participants - ECP) podem fazer transações em bloco. De forma geral,

pode-se considerar que os ECPs são os membros da bolsa e firmas membro, corretoras/distribuidoras, entidades governamentais, fundos de pensão, consórcios de mercadorias, empresas, empresas de investimentos, seguradoras, instituições depositárias e pessoas físicas de patrimônio pessoal elevado. As qualificações são definidas formalmente no Artigo 1a (12) da Lei dos EUA sobre Bolsas de Mercadorias (Commodity Exchange Act - CEA).

de todas as operações em bloco nos mercados futuros e de opções de taxas de juros na terça-feira, 18 de outubro de 2011. Esses dados foram coletados no site do CME Group e destinam-se a dar uma ideia da escala das operações em bloco.²

Operações em bloco com taxas de juros (18 de outubro de 2011)

Código	Contrato	Preço	Qtde.	Horário (CT)
TYFZ1	Futuro de notas de 10 anos do Tesouro dos EUA	128-275	5.000	13:27
EDZ3	Futuro de eurodólar	98,97	7.950	11:50
EDU3	Futuro de eurodólar	99,15	8.000	06:48
TYFZ1	Futuro de notas de 10 anos do Tesouro dos EUA	129-025	2.700	02:12
TYFZ1	Futuro de notas de 10 anos do Tesouro dos EUA	129-010	2.700	02:01
TYFZ1	Futuro de notas de 10 anos do Tesouro dos EUA	129-020	10.850	01:58

Se executadas entre 7:00 e 16:00 (horário central dos EUA, ou CT) num dia útil em que haja pregão na bolsa, as operações em bloco nos mercados de taxa de juros devem ser informados no prazo de cinco minutos a contar de sua execução. Se executadas em outros horários, o prazo é de 15 minutos. Subsequentemente, os detalhes da transação devem ser informados à câmara de compensação do CME para contabilização. (O membro da compensação do cliente é responsável)

² Os detalhes das operações em bloco com produtos de taxa de juros podem ser consultados facilmente no site do CME Group, em www.cmegroup.com/clearing/trading-practices/block-data.html?id=6#contractTypes=FUT,OPT,SPD&exchange_s=XCBT,XCME,XCEC,XNYM&assetclass=1,6.

¹ Consulte a Nota Orientativa RA1006-5 do CME Group, "Exchange for Related Positions" (11 de junho de 2010).

por fazer com que essas informações sejam apresentadas adequadamente à bolsa.)³

As operações em bloco devem ser transacionadas por preços "justos e razoáveis" à luz do volume da transação, preços vigentes nos mercados futuros e outros mercados relacionados e de outras circunstâncias relevantes.

Finalmente, as operações em bloco estão sujeitas a restrições de quantidade mínima por ordem. Por exemplo, nos contratos futuros de eurodólar, durante o horário normal de pregão (Regular Trading Hours - RTH), entre 7:00 e 16:00 (CT) a quantidade mínima por ordem é de 4.000 contratos, ou um valor nocional de US\$ 4 bilhões (4.000 * US\$ 1 milhão - tamanho nocional do contrato).

Quantidades mínimas para operações em bloco (durante o RTH)

	Tamanho do contrato	Bloco mínimo	Referencial mínimo
Futuros de Eurodólar	US\$ 1.000.000	4.000	US\$ 4 bilhões
Futuros de notas de 2 anos do Tesouro dos EUA	US\$ 200.000	5.000	US\$ 1 bilhões
Futuros de notas de 5 anos do Tesouro dos EUA	US\$ 100.000	5.000	US\$ 500 milhões
Futuros de notas de 10 anos do Tesouro dos EUA	US\$ 100.000	5.000	US\$ 500 milhões
Futuros de T-bonds	US\$ 100.000	3.000	US\$ 300 milhões
Futuros de ultra-bonds	US\$ 100.000	2.000	US\$ 200 milhões

A tabela acima apresenta os mínimos para o horário normal de pregão. Observe que as quantidades mínimas por ordem para transações em bloco são razoavelmente grandes com vistas a equilibrar as necessidades institucionais com a manutenção de liquidez profunda e de diferenciais pequenos entre as cotações para compra e venda oferecidas no CLOB. Essas quantidades mínimas variam segundo o horário em que a operação em bloco é executada. De forma geral, os mínimos são menores fora do horário do pregão ou das negociações diurnas nos EUA.⁴

Como operar? - Uma EFRP ou bloco pode ser transacionada a qualquer momento e ao preço acordado pelas contrapartes. Dois clientes podem transacionar um bloco ou EFRP entre si, desde que a posição resultante nos mercados futuros seja informada, em seguida, à câmara de compensação do CME Group por intermédio de um membro da compensação.

Entretanto, é mais comum que um cliente crie um relacionamento com uma corretora disposta a fazer mercado, isto é, apresentar cotações para compra e venda naquele mercado específico. Normalmente, essas corretoras exigirão que o cliente mantenha uma conta de futuros e uma conta de títulos, nas quais os futuros resultantes e as posições à vista possam ser mantidas. Existem diversas firmas que podem fazer mercado em EFRPs e blocos, embora a bolsa assuma uma postura neutra e não faça recomendações a respeito.

Após duas contrapartes fecharem uma operação em bloco ou uma EFRP, a posição em futuros é informada à câmara de compensação por intermédio de um membro da compensação, utilizando os sistemas de compensação da bolsa (Front-end clearing - FEC). As operações em bloco podem ser informadas eletronicamente ao CME Clearing por intermédio do CME ClearPort. Para lançar as operações é necessário estar registrado no sistema como corretora ou como operador, caso você seja parte da operação. A demonstração do CME ClearPort apresenta uma introdução ao registro e apresentação de transações ex-pit.⁵

A posição a vista resultante de uma EFRP continua a ser mantida nas contas adequadas criadas pelas contrapartes da EFP e não é informada à bolsa quando da execução. Entretanto, durante uma auditoria periódica, os membros da compensação podem ser chamados a preparar extratos que comprovem que a posição contrária foi negociada e atende às normas da Bolsa como uma posição contrária válida.

Embora seja comum as corretoras apresentarem ofertas de compra e venda para EFRPs ou blocos diretamente aos clientes, a bolsa não divulga tais cotações nem facilita por qualquer forma a execução dessas transações. Entretanto, o CME Group implementou um processo de registro a fim de fornecer as informações de contato dos formadores de mercado para fins de participação em operações em bloco com opções e futuros.⁶

Quem negocia "ex-pit" e por quê? - Geralmente, as transações ex-pit são conduzidas por operadores institucionais com objetivos específicos em mente.

As EFRPs são utilizadas por instituições que possuem posições a vista e em futuros que desejam reverter. Por exemplo, um operador de títulos do Tesouro dos EUA pode estar

⁵ Consulte a seguinte URL:
http://progressive.powerstream.net/008/00102/edu/inte_ractive/clearport/demo/start.htm

⁶ Consulte a seguinte URL:
http://www.cmegroup.com/education/events/forms/rfq_followup_registration.html

³ Visite o site do CME Group na Internet para obter informações históricas sobre operações em bloco: www.cmegroup.com/market-data/datamine-historical-data/block-trades.html.

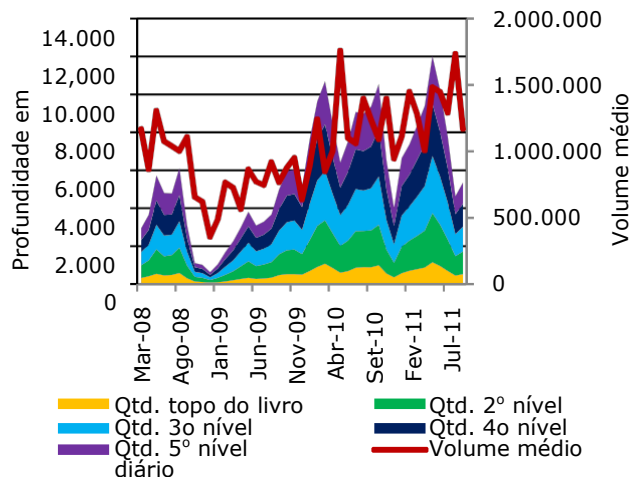
⁴ Consulte informações completas na Nota Orientativa de Regulamentação do Mercado RA1108-3do CME Group, "Block Trade" (23 de agosto de 2011).

comprado em obrigações e vendido em futuros e um de seus clientes está comprado em futuros e vendido na posição à vista. Utilizando uma transação EFRP, as partes podem trocar imediatamente suas posições, desfrutando assim da liquidez e das garantias financeiras proporcionadas pelas operações no CME Group.

As operações em bloco são praticadas por instituições com volumes elevados a serem transacionados. Frequentemente, esses operadores institucionais preferem as operações em bloco em detrimento da execução no pregão de viva voz ou no sistema eletrônico de negociações CME Globex para assegurar que a transação seja executada a um preço único. Em outras palavras, as instituições que operam em blocos podem estar preocupadas com a possibilidade de que, por exemplo, um lote muito grande lançado no sistema de eletrônico de negociação CME Globex seja executado em diversos fragmentos menores.

Dessa forma, muitas vezes a decisão de negociar em bases ex-pit é determinada por uma avaliação da liquidez do mercado em relação ao tamanho da ordem.

Profundidade do mercado de títulos de 10 anos do Tesouro dos EUA
Mês mais próximo na CME Globex - RTH

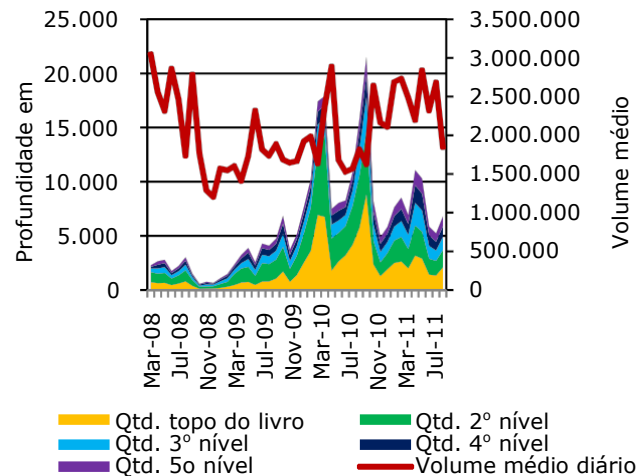


Existem várias formas de medir a liquidez. Uma das principais é a "profundidade do livro", que é uma referência à quantidade das ordens limitadas de compra e venda no melhor preço (o "topo do livro"), no 2º melhor preço (2º nível), no 3º melhor preço (3º nível) e assim por diante. Medida pela profundidade do livro, a liquidez normalmente avança e recua em função da volatilidade do mercado; contudo, de forma geral os mercados do CME Group oferecem uma profundidade tremenda. Como resultado, normalmente os métodos convencionais de execução são mais do que suficientes para atender à demanda normal por liquidez.

Assim, tendemos a pensar que o volume e a quantidade de transações executadas por meio das metodologias ex-pit é pequeno em relação ao

volume e quantidade totais de transações. Por exemplo, apenas 0,7% do volume transacionado em futuros de eurodólar entre janeiro e setembro de 2011 foi operado por meio de EFRPs ou blocos. Das 84.119.325 transações com futuros de eurodólar nesse período, apenas 1.335 foram EFRPs e 512 foram operações em bloco (o que pode ser arredondado para zero por cento).

Profundidade do mercado de eurodólar
5º Trimestral no RTH da CME Globex



Destacamos, ainda, que o tamanho médio de uma EFRP ou operação em bloco é muito maior que o da média das transações. No período de janeiro a setembro de 2011, a transação média em eurodólar foi de apenas 5 contratos⁷, enquanto o tamanho médio de uma EFRP foi de 1.204 contratos e o de uma operação em bloco de 3.218 contratos.⁸

Valor da formação de preços transparente – as transações ex-pit, inclusive as EFRPs, são permitidas pelo CME

⁷ Observe que para os fins desta exibição, a quantidade da transação média foi calculada pela divisão do volume pela quantidade de operações. Contudo, tenha em mente que nossos sistemas de processamento de dados registram as ordens executadas em diversos níveis de preços, ou "execuções parciais", como transações separadas. Se agregássemos essas execuções parciais, chegaríamos a uma quantidade de transações menor e, portanto, a uma quantidade média mais elevada.

⁸ Por vezes, a quantidade média por transação das operações em bloco fica abaixo da quantidade mínima especificada para o pregão normal (RTH) ou expediente diurno nos EUA. Observe que em outros horários geralmente a quantidade mínima é menor. Em muitos mercados, as regras permitem a agregação de ordens spread para atender às exigências de tamanho mínimo de operações em bloco, enquanto os sistemas onde nossos dados são coletados podem registrar separadamente cada perna dessa transação, de forma que elas passam a figurar como transações individuais reduzindo a quantidade calculada.

Group para atender aos operadores que as consideram uma forma conveniente e rápida de conduzir seus negócios e não se destinam a ser a principal forma de operar futuros. Ao contrário, a bolsa espera que a maior parte das operações seja conduzida de forma competitiva e aberta, como no pregão de viva voz ou no CME Globex.

Uma das principais funções do mercado futuro é a formação de preços. Assim, é importante promover como forma principal de negociação um método transparente que permita que esses valores sejam prontamente referenciados. A liquidez é um pré-requisito para a descoberta eficiente dos preços de equilíbrio.

Assim, nossa intenção não é desviar qualquer volume significativo de operações do mercado competitivo principal. Com efeito, como indicado na tabela abaixo, apenas uma parcela muito pequena do volume de futuros de taxas de juros é transacionado na forma de EFRPs.

Ainda assim, as transações ex-pit, na forma de EFRPs e blocos, muitas vezes constituem uma saída útil e conveniente

para alguns operadores e, portanto, continuam compatíveis com a missão da bolsa de oferecer aos clientes uma fonte eficiente de determinação de preços e um veículo para suas operações de hedge.

Para mais informações, consulte:

John W. Labuszewski
Diretor Gerente
Pesquisa e Desenvolvimento de Produtos
+1 312-466-7469, jl@cmegroup.com

Lori Aldinge
Diretor Adjunto
Pesquisa e Desenvolvimento de Produtos
+1 312-930-2337, lori.aldinger@cmegroup.com

Michael Kamradt
Diretor
Produtos de Taxas de Juros
+1 312-466-7473, mike.kamradt@cmegroup.com

Michael Hohman
Diretor Adjunto
Desenvolvimento de Clientes e Vendas
+1 312-930-1773, michael.hohman@cmegroup.com

Copyright 2011 CME Group Todos os direitos reservados. CME Group™, o logotipo The Globe, Globex® e CME® são marcas comerciais da Chicago Mercantile Exchange Inc. CBOT® é marca comercial da Board of Trade of the City of Chicago. NYMEX é marca comercial da New York Mercantile Exchange, Inc. As informações aqui contidas foram obtidas em fontes consideradas confiáveis. Entretanto, elas destinam-se apenas a fins informativos e educacionais e o CME Group Inc. e suas subsidiárias não garantem que elas sejam exatas ou completas nem o resultado de qualquer operação; além disso, elas não constituem assessoria de operações nem um convite para a compra ou venda de quaisquer futuros ou opções.

Salvo indicação em contrário, as referências aos produtos do CME Group incluem referências aos produtos negociados em uma de suas bolsas regulamentadas (CME, CBOT, NYMEX e COMEX). Os produtos negociados nessas bolsas estão sujeitos às regras e regulamentos específicos de cada uma delas, devendo ser consultado o manual de regras correspondente.

Sumário de transações ex-pit

	2010				Jan-Set 2011			
	Total	EFRPs	Blocos	Ex-Pit %	Total	EFRPs	Blocos	Ex-Pit %
Futuros de Eurodólar								
Volume	510.955.113	818.131	1.427.894	0,4%	461.738.265	1.607.409	1.647.857	0,7%
Transações	82.946.896	849	623	0,0%	84.119.325	1.335	512	0,0%
Qtde.	6	964	2.294		5	1.204	3.218	
Opções de Eurodólar								
Volume	106.893.369	0	439.650	0,4%	77.018.896	0	327.500	0,4%
Transações	314.172	0	41	0,0%	201.361	0	28	0,0%
Qtde.	340	-	10.723		382	-	11.696	
Opções de curva média								
Volume	76.490.147	0	566.500	0,7%	76.059.850	0	1.205.825	1,6%
Transações	210.285	0	54	0,0%	183.274	0	102	0,1%
Qtde.	364	-	10.491		415	-	11.822	
Futuros de notas de 2 anos do Tesouro dos EUA								
Volume	66.977.168	3.149.416	481.668	5,4%	59.665.120	3.617.693	487.485	6,9%
Transações	17.452.687	2.455	67	0,0%	15.823.639	2.295	63	0,0%
Qtde.	4	1.283	7.189		4	1.576	7.738	
Opções sobre notas de 2 anos do Tesouro dos EUA								
Volume	2.400.459	0	6.000	0,2%	2.393.458	11.346	0	0,5%
Transações	21.407	0	5	0,0%	16.124	10	0	0,1%
Qtde.	112	-	1.200		148	1.135	-	
Futuros de notas de 5 anos do Tesouro dos EUA								
Volume	132.149.948	4.927.935	676.324	4,2%	135.905.642	5.267.095	1.003.587	4,6%
Transações	23.287.711	5.376	92	0,0%	23.916.152	5.100	153	0,0%
Qtde.	6	917	7.351		6	1.033	6.559	
Opções sobre notas de 5 anos do Tesouro dos EUA								
Volume	Futuros de	16.887	55.280	1,2%	8.250.343	37.882	207.500	3,0%
Transações	66.363	13	8	0,0%	92.180	34	18	0,1%
Qtde.	91	1.299	6.910		90	1.114	11.528	
Futuros de notas de 10 anos do Tesouro dos EUA								
Volume	293.718.907	8.140.751	821.808	3,1%	252.877.182	6.167.697	1.211.553	2,9%
Transações	45.918.082	12.663	157	0,0%	42.835.121	9.061	214	0,0%
Qtde.	6	643	5.234		6	681	5.661	
Opções sobre notas de 10 anos do Tesouro dos EUA								
Volume	55.298.906	181.085	20.000	0,4%	40.196.354	12.400	108.000	0,3%
Transações	748.056	119	1	0,0%	719.221	15	9	0,0%
Qtde.	74	1.522	20.000		56	827	12.000	
Futuros de títulos de renda fixa clássicos								
Volume	83.509.754	2.499.607	176.990	3,2%	71.616.639	1.542.753	152.750	2,4%
Transações	21.080.487	6.576	45	0,0%	19.786.045	4.373	37	0,0%
Qtde.	4	380	3.933		4	353	4.128	
Opções sobre títulos de renda fixa clássicos								
Volume	14.544.944	200	37.922	0,3%	9.322.167	0	11.374	0,1%
Transações	702.815	1	3	0,0%	529.325	0	3	0,0%
Qtde.	21	200	12.641		18	-	3.791	
Futuros de ultra bonds								
Volume	7.713.395	805.098	42.314	11,0%	11.458.303	780.297	71.378	7,4%
Transações	2.412.193	2.980	21	0,1%	4.013.465	2.488	28	0,1%
Qtde.	3	270	2.015		3	314	2.549	
Opções sobre ultra bonds								
Volume	51.022	0	0	0,0%	159.598	0	0	0,0%
Transações	960	0	0	0,0%	5.386	0	0	0,0%
Qtde.	53	-	-		30	-	-	