10. O uso de Instrumentos Derivativos por Fundos de Pensão - I

Sebastião Bergamini Junior (*)

O uso de instrumentos derivativos constitui um tema de relativa complexidade, motivo pelo qual desdobrei a exposição sobre o assunto em dois artigos: neste primeiro abordarei, de forma genérica, a sua utilização na gestão de investimentos, e no próximo irei explorar o seu uso em Fundos de Pensão. Outras informações sobre derivativos poderão ser obtidas no apêndice do artigo "Fraudes com derivativos: o caso Barings", publicado na Revista Pensar Contábil nº 20, de julho de 2003, com cópia eletrônica disponível no site www.ascot.adm.br/artigos.

O uso de derivativos é um nicho de conhecimento relativo à gestão de investimentos e, para fins de discussão do seu uso por fundos de pensão, nos interessa conhecer alguns aspectos dos contratos padronizados de futuros de índice Bovespa e de opções de ações.

Os derivativos são instrumentos financeiros cuja formação de preço decorre do preço do mesmo ativo negociado no mercado à vista, podendo ser modelado sob medida ou ser negociado na forma de contratos padronizados.

Os modelados sob medida são transacionados no mercado de balcão por instituições financeiras especializadas e negociados com contrapartes constituídas por investidores qualificados, para atender objetivos corporativos específicos, e que não dizem respeito à gestão de investimentos de Fundos de Pensão.

Os contratos padronizados são negociados diretamente nas bolsas de valores e nas bolsas de mercadorias e futuros, em quatro segmentos distintos: a termo, de futuros, de opções e de *swaps*. O mercado utiliza o "*hedge* estrutural" para assegurar o cumprimento das obrigações pelas contrapartes, num processo gerenciado pelas câmaras de compensação para mitigar os riscos envolvidos, o qual prevê o acionamento de garantias sucessivas, como posicionamento liquido, gatilhos de rebaixamento, exigência de margens diárias e obrigação de prestação de garantias. É importante notar que se as expectativas dos agentes econômicos forem homogêneas, não haverá contraparte para realizar esse tipo de operação.

O objetivo dos contratos de futuros ou de opções é a proteção de agentes econômicos contra as oscilações de preços de seus produtos ou investimentos, constituindo um instrumento voltado para eliminar o risco de um investidor que detenha uma posição de mercadorias ou de investimentos.

No segmento de contratos de futuros as contrapartes são o *hedger* e o especulador. O *hedger* é a parte que detém a posse da mercadoria para a qual pretende obter proteção contra oscilações de preços e o especulador é o agente de mercado que assume o risco da oscilação de preços e concede liquidez ao mercado. Por exemplo, um produtor de soja que deseja, ainda na fase do plantio, garantir um preço definido para sua produção, poderá assumir a obrigação de vendê-la no mercado futuro, por um preço que cubra seus custos e garanta uma rentabilidade aceitável. Nesse caso, ele comprará contratos padronizados de venda no mercado futuro de soja por um preço pré-fixado, desde que haja uma contraparte disposta a garantir o preço por ele desejado. O especulador é essa contraparte e sua disposição está fundamentada na expectativa de que o mercado irá evoluir num contexto de alta, superando esse preço pré-fixado e lhe proporcionando lucros adicionais.

As transações de contratos de futuros podem ser operações de financiamento ou operações de caixa. No primeiro caso o preço futuro do ativo supera o preço à vista acrescido dos custos de transação, enquanto que no segundo caso, o preço futuro é inferior ao preço à vista. Nos dois casos a discrepância entre o preço à vista e o preço futuro é que irá gerar a possibilidade de concretizar ganhos, com as oscilações definindo ganhadores e perdedores: quem estiver comprado ganha se o preço no mercado à vista sobe e perde se esse preço cai, e vice-versa.

As obrigações das contrapartes estão equilibradas, pois ambas têm simetria de obrigações: o *hedger* que adquiriu o contrato de venda futuro será obrigado a vender na data do vencimento e o especulador que lançou o contrato de venda futuro será obrigado a comprar nessa mesma data, lembrando que os contratos padronizados de futuros são liquidados financeiramente, sem a tradição efetiva do bem negociado.

No segmento de opções de ações, as transações têm numa ponta o vendedor ou lançador da opção e ele assume o papel de especulador, tendo apenas obrigações, enquanto que sua contraparte, o comprador da opção, torna-se titular de um direito que poderá ser exercido ou não. Portanto, se a opção for de compra (*call*) o titular terá o direito de comprar, mas não a obrigação de comprar, e se essa opção for de venda (*put*) o titular terá o direito de vender, mas não a obrigação de vender.

Os direitos são negociados pelo valor do prêmio, pago pelo comprador ao lançador e a oscilação do valor de exercício da opção com relação ao preço do ativo a que se refere no mercado à vista na data do vencimento irá definir ganhadores e perdedores. O titular de uma *call* (opção de compra) acredita que o preço do ativo no mercado a vista na data do vencimento irá subir além do valor de exercício pré-fixado, enquanto que o lançador aposta que esse preço vai cair abaixo do valor de exercício, o que ocorrendo fará com que a opção não tenha valor e não seja exercida. O titular de uma *put* (opção de venda) acredita que o preço no mercado a vista na data do vencimento irá cair aquém do preço de exercício, enquanto que o lançador aposta que esse preço se manterá acima do valor de exercício, de forma a não ser exercido.

É importante, para o desenvolvimento deste artigo, ressaltar que o mercado de opções tem uma característica bem diferente do que a do mercado de futuros no que se refere às obrigações, que são assimétricas no primeiro, ou seja, o titular da opção tem o direito de exercê-lo (comprar ou vender pelo preço de exercício pré-fixado), mas não a obrigação de fazê-lo, enquanto que no mercado de futuros existe a citada simetria de obrigações.

(O autor concluirá esse artigo no próximo número do jornal Apalavra.)