

COPPEAD/UFRJ

RELATÓRIO COPPEAD Nº 152

O CENÁRIO INSTITUCIONAL DO
MERCADO DE OPÇÕES DA BOLSA
DE VALORES DO RIO DE JANEIRO

Ney Roberto Ottoni de Brito*

Junho de 1985

* Professor de Economia e Finanças da COPPEAD. Este trabalho contou com a assistência de pesquisa de Sylvia Figueira de Mello e com a assistência de análise de Nelson Couteiro. Ele beneficiou-se do suporte geral da Bolsa de Valores do Rio de Janeiro.

I - INTRODUÇÃO

O objetivo do presente trabalho é examinar as principais características institucionais do mercado de opções da BVRJ. O período analisado cobre todo o movimento do mercado de opções de janeiro de 1983 até outubro de 1984.

Após uma breve discussão sobre sua posição no cenário geral do mercado da BVRJ, este estudo prosseguirá para examinar a distribuição dos negócios entre ações e corretoras. Neste contexto, serão também analisadas as características das negociações diretas por ações e corretoras. Segue-se uma análise comparativa com o mercado à vista e futuro e, finalmente, as principais conclusões são revistas.

II - O MERCADO DE OPÇÕES NA BVRJ

O ano de 1984 vem se mostrando um ano bastante favorável para o mercado de ações da BVRJ, que nestes primeiros dez meses de negócios já apresentou um volume de Cr\$ 3,3 trilhões que é 257,4% superior ao de todo o ano de 1983.

Esta expansão entretanto baseou-se na agilização do mercado à vista e do mercado futuro pois o mercado de opções não acompanhou este crescimento. A Tabela 1 apresenta um sumário geral da BVRJ nos últimos dois anos. O volume negociado em 1984 no mercado de prêmios foi de Cr\$ 456 bilhões, ou seja, apenas 80,6% maior do que o total de 1983. No mesmo período o volume de exercícios elevou-se em 355% alcançando Cr\$ 155 bilhões, de tal forma que o volume total de prêmios e exercícios elevou-se para Cr\$ 611 bilhões, com crescimento de 113%.

Com este pequeno crescimento, o mercado de opções que contribuía com 31% do total em 1983 passa a representar apenas 18,5% em 1984 até outubro. A participação do mercado à vista manteve-se praticamente estável em 50% porém, o mercado futuro dobrou sua participação que era de 14,2% em 1983 para 27,1% em 1984. Esta menor representatividade do mercado de opções em 1984 vem dando sinais de modificação. A Figura 1 apresenta a evolução dos três principais mercados nos últimos dez meses. Nele pode-se visualizar que nos últimos três meses o volume total de opções cresceu significativamente, acompanhando a tendência geral da Bolsa. Mais ainda, estes volumes estiveram no mínimo no mesmo nível dos volumes do mercado futuro.

TABELA 1

SUMARIO GERAL DE NEGOCIOS - BURJ

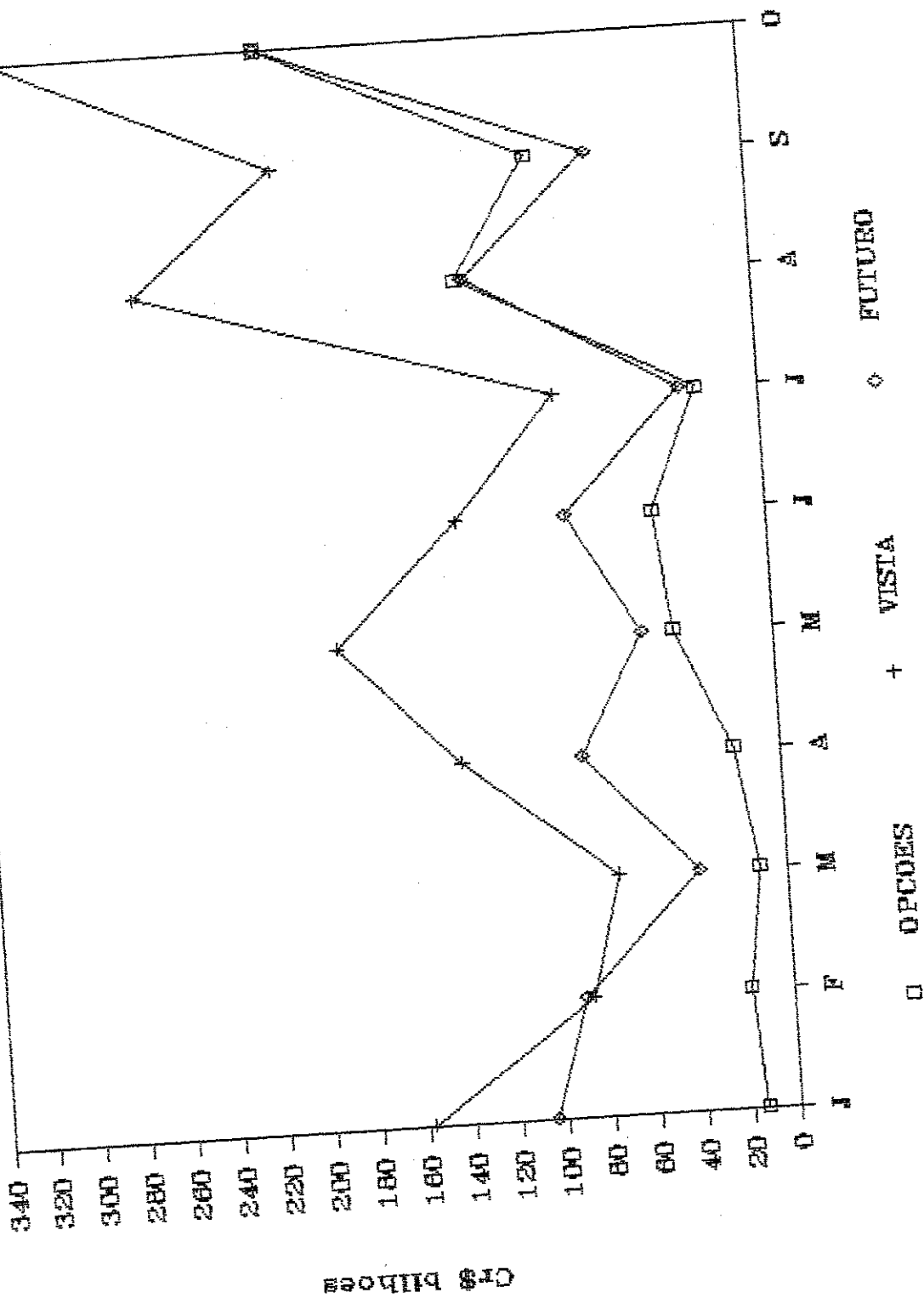
1983 e JAN/DOUT 1984

	VOLUME		% DO VOLUME		QUANTIDADE		NUMERO DE ACOES	
	Cr\$ milhoes		TOTAL		milhoes de acoes			
	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984
PREMIOS	252,445	455,924	27.3%	13.8%	146,595	162,031	10	29
EXERCIC	34,129	155,300	3.7%	4.7%	3,235	4,431	6	14
SUBTOTAL	286,574	611,224	31.0%	18.5%	149,830	166,462		
VISTA	494,297	1,654,308	53.5%	50.1%	81,199	227,601	746	758
FUTURO	130,919	894,133	14.2%	27.1%	9,573	27,596	67	99
TOTAL	924,635	3,305,015	100.0%	100.0%	242,200	434,887	746	758

Notas: 1 - Consideradas as duas modalidades de negociacao a futuro: liberacao e retencao.

2 - O total inclui ainda os negocios a termo.

FIGURA 1
VOLUMES MENSUAIS NEGOCIADOS NA BVRI - JAN-OUT1984



Das 756 ações negociadas no mercado à vista em 1984, apenas 29 foram negociados no mercado de opções. Este número cresceu muito em relação ao ano anterior, porém o número de negócios com estas ações novas foi muito reduzido. O número de ações que foram objeto de exercício também cresceu, passando de 6 em 1983 para 14 no corrente ano.

III - A DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS POR AÇÕES

Um aspecto relevante dos mercados de ações é a distribuição do volume de negócios entre os diversos títulos. A Tabela 2 apresenta um quadro geral da distribuição dos negócios em prêmios. Nela pode-se observar a participação de cada uma das dez ações mais negociadas no volume de prêmios. Em 1983 os negócios no mercado de prêmios eram "divididos" entre PETR PP, que detinha 70,2% do mercado, BB PP, que detinha 24,4% e a última ação representativa era VALE PP, com 4,5% do total. Juntas, elas representavam 99% do mercado e, portanto, já se identificava um nível de concentração demasiadamente alto. Este quadro intensificou-se ainda mais em 1984 quando o mercado está praticamente alicerçado em um papel: VALE PP. Esta ação deteve até outubro 90,1% do mercado enquanto que as ações BB PP e PETR PP movimentaram apenas 2,6% e 2,5% respectivamente.

A Tabela 2 apresenta ainda uma outra importante característica de negociações em ações que é o percentual do volume em operações diretas. Nestas operações, compra e venda são efetuadas através da mesma corretora e de sua análise pode-se tirar conclusões sobre a especialização de corretoras em ações. Pode-se verificar que as duas ações mais negociadas de cada ano apresentam um percentual de diretas relativamente baixo. Entretanto, para as demais ações menos negociadas, estes percentuais são em geral bastante elevados o que sugere uma tentativa por parte das corretoras de desenvolver mercado para opções nestas ações. Com relação a este aspecto, cabe registrar a

TABELA 2

PREMIOS

A DISTRIBUICAO DOS NEGOCIOS ENTRE AS 10 ACES MAIS NEGOCIADAS

1 9 8 3			1 9 8 4		
ACAO	% VOLUME	% DIRETAS	ACAO	% VOLUME	% DIRETAS
PETR PP	70.2	10.8	VALE PP	90.1	8.6
BB PP	24.4	11.4	BB PP	2.6	10.8
VALE PP	4.5	26.8	PETR PP	2.5	34.3
FMA PP	0.8	52.2	UNIP PB	1.0	14.0
VALE OP	0.1	94.5	SAMI OP	0.9	36.7
BELG OP	0.1	67.3	BAPC PB	0.9	5.9
WHMT OP	.0	78.4	ACES PP	0.5	9.7
ACES OP	.0	3.7	VALE OP	0.4	70.7
MESB PP	.0	100.0	FMA PP	0.3	69.3
MANM OP	.0	100.0	BELG OP	0.3	9.5
TOTAL	100.0			99.4	

Nota: O ano de 1984 inclui resultados ate 31/10

mudança no percentual de diretas de VALE FP que passa de 26,8% em 1983 para 8,6% em 1984, quando é a ação mais negociada.

A distribuição dos negócios entre as ações que tiveram suas opções exercidas foi também examinada e os resultados são apresentados na Tabela 3. O perfil dos negócios é semelhante ao do mercado de prêmios porém é menos concentrado. Em 1983 56,0% dos exercícios tiveram por referencial PETR FP enquanto que 42,7% foram exercícios de BB FP. No período analisado do corrente ano, do volume total de exercícios, 83,8% foram sobre as ações VALE FP e as demais tiveram pequenas parcelas, porém mais representativas que no volume de prêmios.

TABELA 3
EXERCICIOS

DISTRIBUICAO DOS NEGOCIOS ENTRE
AS 10 ACOES MAIS NEGOCIADAS

1 9 8 3		1 9 8 4	
ACAO	% DO VOLUME	ACAO	% DO VOLUME
PETR PP	56.0	VALE PP	83.8
BB PP	42.7	PETR PP	4.8
VALE PP	1.2	BB PP	4.1
WHMT OP	0.1	SAMI OP	2.7
BELG OP	.0	PMA PP	2.0
BESP PP	.0	VALE OP	1.0
		WHMT OP	0.6
		ACES PP	0.4
		MONT PP	0.3
		UNIP PB	0.3
TOTAL	100.0		99.8

Nota: O ano de 1984 inclui resultados ate 31/10

IV - A DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS NO MERCADO DE CORRETORAS

No período analisado, o número de corretoras ativas no mercado de opções, caiu de 67 em 1983 para 65 em 1984. Esta seção prossegue para analisar as características e a distribuição dos negócios entre as corretoras neste mercado, estudando:

- (i) a concentração e distribuição do volume financeiro de negócios,
- (ii) a concentração e distribuição do volume financeiro em operações diretas e
- (iii) o percentual interno de negociações diretas das corretoras.

Estes três aspectos serão analisados tanto para as corretoras em geral como para as corretoras conglomeradas, classificadas desta forma por sua associação a conglomerados financeiros integrados por bancos comerciais ou de investimento.

Após obter-se a participação de cada corretora no mercado de opções, decidiu-se agrupá-las da seguinte forma:

- GRUPO A - Abrange as cinco corretoras com maior volume de negócios no mercado de opções.
- GRUPO B - Abrange o segundo grupo com as dez corretoras seguintes com maior volume de negócios.
- GRUPO C - Abrange o terceiro grupo com as dez corretoras seguintes com maior volume de negócios e
- GRUPO D - Abrange as corretoras ativas que não foram

incluídas em nenhum dos grupos anteriores.

As características gerais do mercado de corretoras são apresentadas na Tabela 4. Na coluna de prêmios pode-se observar que não houve praticamente mudança no perfil de distribuição dos negócios entre os grupos de 1983 a 1984. O Grupo A, das 5 maiores corretoras, manteve-se com 24% do volume total enquanto que o Grupo B manteve 30%. Nos demais grupos ocorreram pequenas alterações. A parcela do Grupo C caiu de 20,5% em 1983 para 18,6% em 1984, o inverso ocorrendo com o Grupo D cuja parcela cresceu de 25,1% para 27,7%.

O perfil da participação das corretoras no volume direto negociado, no entanto, modificou-se no último ano. O Grupo A, que detinha 35,3% do volume direto perdeu parcela de mercado que caiu para 31,0%. Além do A, os Grupos C e D também tiveram perdas de participação no volume direto. A parcela do Grupo C caiu de 14,5% para 9,2% enquanto que a do Grupo D caiu de 26,4% para 22,6%. O único Grupo que desenvolveu mais operações diretas foi o B cujo percentual deste total cresceu significativamente, de 23,7% em 1983 para 37,2% em 1984.

Na Tabela 4, a coluna referente a exercícios apresenta a distribuição do volume total entre os grupos. O Grupo A das 5 maiores corretoras elevou ligeiramente sua parcela do volume de exercícios, de 22,6% em 1983 para 24,2% em 1984. Ao contrário, o Grupo B teve sua parcela reduzida neste período, de 31,8% para 27,6%. Os percentuais do Grupo C que foram sempre os menores,

TABELA 4
MERCADO DE OPCOES
CARACTERISTICAS GERAIS DO MERCADO DE CORRETORAS

	P R E M I O S				EXERCICIOS	
	% DO VOLUME		% DO VOL. DIRETO		% DO VOLUME	
	1983	1984	1983	1984	1983	1984
GRUPO A	24.4	24.1	35.3	31.0	22.6	24.2
GRUPO B	30.0	29.7	23.7	37.2	31.8	27.6
GRUPO C	20.5	18.6	14.5	9.2	17.8	11.5
GRUPO D	25.1	27.7	24.4	22.6	27.9	36.7

Notas: 1 - As corretoras foram grupadas a partir da ordenacao por volume de premios negociados
2 - O ano de 1984 inclui resultados ate 31/10

passaram de 17,8% para 11,5%. Finalmente, os percentuais do Grupo D das menores corretoras, passaram de 27,9% para 36,7%.

A Tabela 5 apresenta a distribuição dos negócios entre corretoras conglomeradas no mercado de prêmios. O número de conglomeradas ativas no mercado de prêmios caiu de 17 em 1983 para 16 em 1984. No cômputo geral, elas tiveram uma ligeira perda de participação no volume total, de 33,1% para 31,6%, porém sua parcela de volume direto cresceu substancialmente, de 39,2% para 49,3%. Dentre as cinco corretoras com maior volume (Grupo A), três eram conglomeradas nos dois anos analisados. Estas três corretoras, na realidade, não modificaram sua posição relativa no cenário geral de negócios. Sua parcela do volume total, que era de 15,9% em 1983 ficou em 15% em 1984. Também sem grande alteração, seu percentual do volume direto passou de 22,2% para 23,8%.

No segundo grupo de corretoras, Grupo B, havia 3 conglomeradas em 1983 que detinham 9,3% do volume total e 9,5% do volume direto. Em 1984 já havia quatro conglomeradas neste grupo cuja parcela do volume total crescia para 11,6% e a do volume direto para 22,3%. No Grupo C só houve conglomeradas no ano de 1983 com parcelas pequenas do volume total, 4,2% e do volume direto 4,6%. As demais nove conglomeradas ativas nos dois anos localizaram-se no Grupo D com reduzida participação no volume de negócios.

No volume de exercícios, a participação das conglomeradas passou de 35,4% em 1983 para 38,7% nos dez

TABELA 5

PREMIOS

DISTRIBUICAO DOS NEGOCIOS ENTRE CORRETORAS CONGLOMERADAS

	NUMERO DE CONGLOMERADAS		% DO VOLUME TOTAL		% DO VOLUME DIRETO	
	1983	1984	1983	1984	1983	1984
GRUPO A	3	3	15.9	15.0	22.2	23.8
GRUPO B	3	4	9.3	11.6	9.5	22.3
GRUPO C	2	0	4.2	0.0	4.6	0.0
GRUPO D	9	9	3.7	5.0	3.0	3.2
TOTAL	17	16	33.1	31.6	39.2	49.3

Notas: 1 - Duas corretoras não foram incluídas por estarem inativas no mercado de prêmios em 1983 e 1984.

2 - O ano de 1984 inclui resultados até 31/10.

primeiros meses de 1984.

As maiores corretoras apresentam um bom percentual de participação em negociações diretas no mercado de prêmios, quase um terço do total de operações. Entretanto, não se pode concluir que exista por parte destas corretoras uma estratégia específica de especialização nestas rentáveis negociações. A análise da Tabela 6 esclarece esta questão. A Tabela mostra a percentagem média de volume financeiro direto interno negociado de cada grupo de corretoras, ou seja, a média dos percentuais do volume de operações diretas no volume total de cada corretora. Praticamente os percentuais do Grupo A se mantiveram numa faixa de 7% a 9%, sem distinção para as conglomeradas. Os demais grupos têm percentuais ainda menores, à exceção do B em 1984 cujo percentual atingiu 10,4%. Isto sugere que não há por parte das corretoras uma estratégia de especialização em diretas.

TABELA 6

PREMIOS

% MEDIO DE VOLUME FINANCEIRO DIRETO INTERNO NEGOCIADO

	TODAS AS CORRETORAS		CORRETORAS CONGLOMERADAS	
	1983	1984	1983	1984
GRUPO A	8.9	7.0	8.0	8.7
GRUPO B	5.1	6.8	6.4	10.4
GRUPO C	4.7	2.6	8.0	0.0
GRUPO D	4.8	3.5	2.5	2.1

Nota: O ano de 1984 inclui resultados ate 31/10

V - ANÁLISE COMPARATIVA COM OUTROS MERCADOS

Nesta seção busca-se comparar as principais características do mercado de opções com as dos mercados à vista e futuro. Basicamente serão analisados nos três mercados a concentração de negócios em ações e em corretoras.

DISTRIBUIÇÃO DOS NEGÓCIOS EM AÇÕES

A Tabela 7 apresenta a distribuição dos negócios das dez ações com maior volume nos três mercados. As três primeiras ações PETR PP, BB PP e VALE PP são comuns a todos os mercados, no entanto, os níveis de concentração dos negócios, apesar de elevados, são bastante distintos em cada um deles. Este cenário pode ser melhor visualizado na Figura 2. De um modo geral, de 1983 para 1984 os três mercados se tornaram mais concentrados, porém, nos dois anos o mercado à vista teve o menor nível de concentração. A seguir, vem o mercado futuro, com uma distribuição de negócios bem mais concentrada e finalmente vem o mercado de prêmios, que é o mais concentrado.

Os três têm também em comum a ação de maior volume: VALE PP, cuja parcela de mercado cresceu muito em todos eles. Nos dez primeiros meses de 1984 ela foi responsável por 90,1% do mercado de prêmios, 83,2% dos negócios a futuro e 31,2% dos negócios à vista.

TABELA 7
AS 10 AÇÕES MAIS NEGOCIADAS

ACAO	PREMIOS				VISTA				FUTURO			
	1983		1984		1983		1984		1983		1984	
	% VOLUME	ACAO	% VOLUME	ACAO	% VOLUME	ACAO	% VOLUME	ACAO	% VOLUME	ACAO	% VOLUME	ACAO
PETR PP	70.2	VALE PP	90.1	PETR PP	24.0	VALE PP	31.2	VALE PP	45.9	VALE PP	83.2	
BB PP	24.4	BB PP	2.6	BB PP	16.9	BB PP	7.8	BB PP	30.0	BB PP	6.7	
VALE PP	4.5	PETR PP	2.5	VALE PP	13.0	PETR PP	6.6	PETR PP	13.2	PETR PP	4.0	
PMA PP	0.8	UNIP PB	1.0	WHMT OP	4.7	VALE OP	6.2	BESP PP	1.6	SAMI OP	1.3	
VALE OP	0.1	SAMI OP	0.9	LAME OS	2.6	SAMI OP	3.9	WHMT OP	1.3	CESP PP	0.5	
BELG OP	0.1	BRPC PB	0.9	BRHA PP	2.5	WHMT OP	3.6	MONT PP	1.0	COPE PA	0.3	
WHMT OP	.0	ACES PP	0.5	VALE OP	2.9	PMA PP	3.3	CESP PP	0.9	ACES PP	0.3	
ACES OP	.0	VALE OP	0.4	BB ON	2.0	MANM OP	3.0	MANM OP	0.6	MONT PP	0.3	
MESB PP	.0	PMA PP	0.3	MANM OP	1.7	BELG OP	2.6	FERB PP	0.5	SOLO PP	0.3	
MANM OP	.0	BELG OP	0.3	CRUZ OP	1.2	UNIP PB	2.6	ACES OP	0.4	FERB PP	0.3	
TOTAL	100.0		99.4		71.4		70.7		95.3		97.0	

Nota: O ano de 1984 inclui os resultados ate 31/10

FIGURA 2a

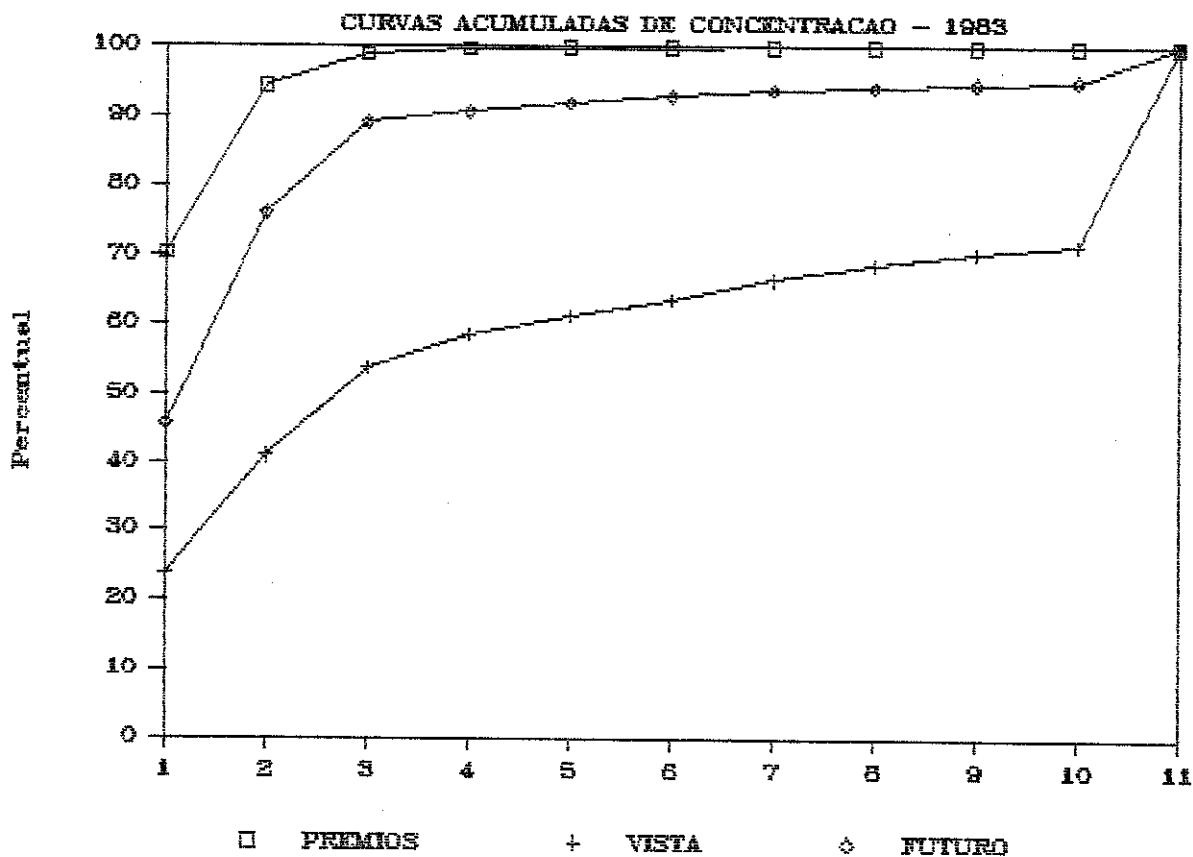
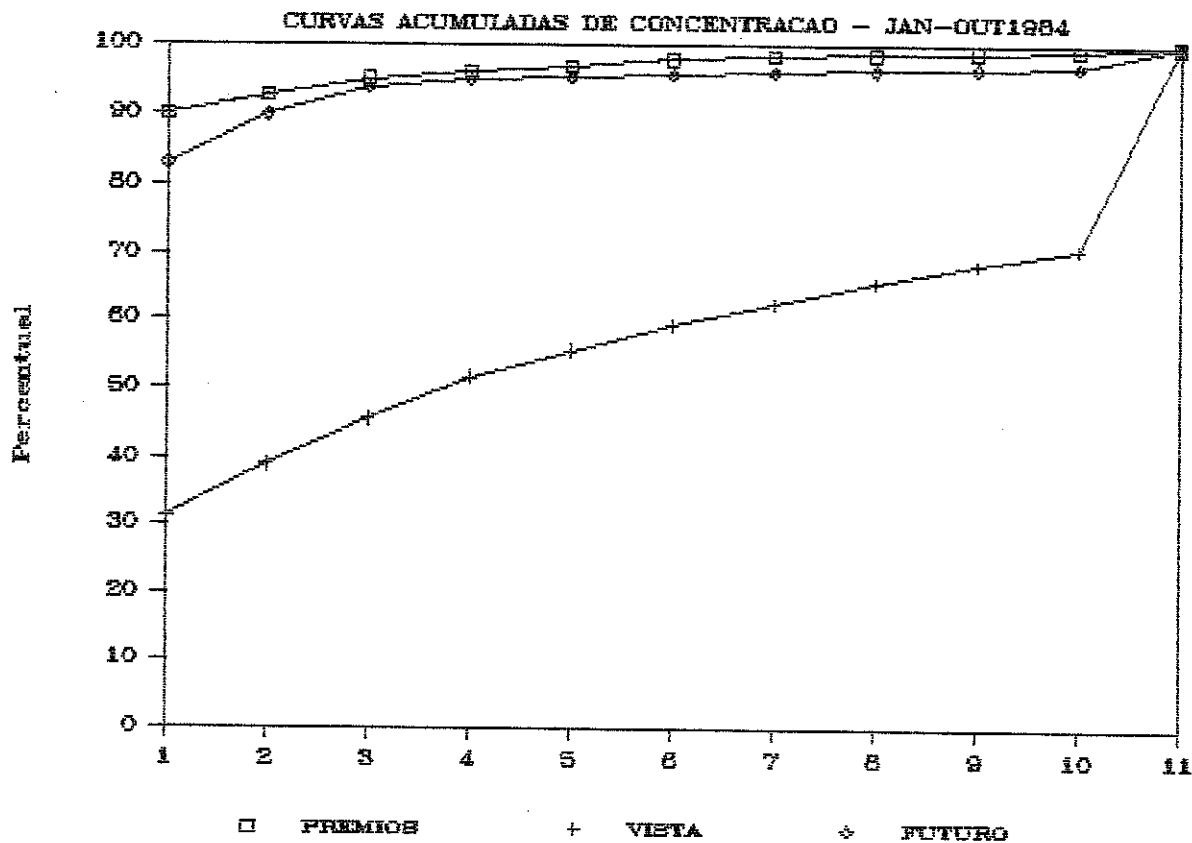


FIGURA 2b



O MERCADO DE CORRETORAS

Para estudar as características do mercado de corretoras nas três modalidades operacionais, agrupou-se as corretoras nos mercados à vista e futuro por volume, da mesma forma que anteriormente no mercado de opções. O Grupo A contém as 5 maiores corretoras, o Grupo B as 10 corretoras seguintes, o Grupo C as outras 10 corretoras seguintes e o Grupo D as demais corretoras.

Em termos de volume financeiro, o mercado futuro é claramente mais concentrado que os outros dois como se pode verificar na Tabela 8 e na Figura 3. Em 1984 neste mercado as cinco maiores corretoras do Grupo A detêm 46,1% do volume e o Grupo B, 26,4%, totalizando as 15 maiores corretoras 72,5%. Nos outros dois mercados a distribuição não é tão desigual. O Grupo das 5 maiores corretoras do mercado à vista detêm 21,7% do volume e a proporção do Grupo B atingiu 25,6% totalizando 47,3% as quinze maiores corretoras. E por último, como observado anteriormente, a proporção das 5 maiores corretoras no mercado de prêmios situou-se em 24,1%. que somada à proporção do Grupo B, resulta em 53,8%.

A Tabela 8 e a Figura 4 apresentam ainda os percentuais de volume direto, por grupo, para os três mercados. Os Grupos A e B do mercado futuro em 1984 detêm 88,3% do volume direto deixando os restantes 11,7% para as menores corretoras dos Grupos C e D. A concentração no mercado de opções é a segunda maior, com as 15 maiores corretoras detendo 68,2% do volume direto. Finalmente, no

TABELA 8
 CARACTERÍSTICAS GERAIS DO MERCADO DE CORRETORES

	P R E M I O S		V I S T A				F U T U R O					
	% VOLUME	% VOL. DIRETO	% VOLUME	% VOL. DIRETO	% VOLUME	% VOL. DIRETO	% VOLUME	% VOL. DIRETO				
	1983	1984	1983	1984	1983	1984	1983	1984				
GRUPO A	24.4	24.1	35.3	31.0	26.2	21.7	36.7	26.8	44.2	46.1	60.8	63.6
GRUPO B	30.0	29.7	23.7	37.2	24.3	25.6	28.7	34.7	30.6	26.4	32.8	24.7
GRUPO C	20.5	18.6	14.5	9.2	16.4	17.2	14.8	14.9	12.8	12.9	4.6	5.8
GRUPO D	25.1	27.7	26.4	22.6	33.1	35.4	19.7	23.7	12.5	14.6	1.8	5.9

Nota: O ano de 1984 inclui os resultados ate 31/10.

FIGURA 3a

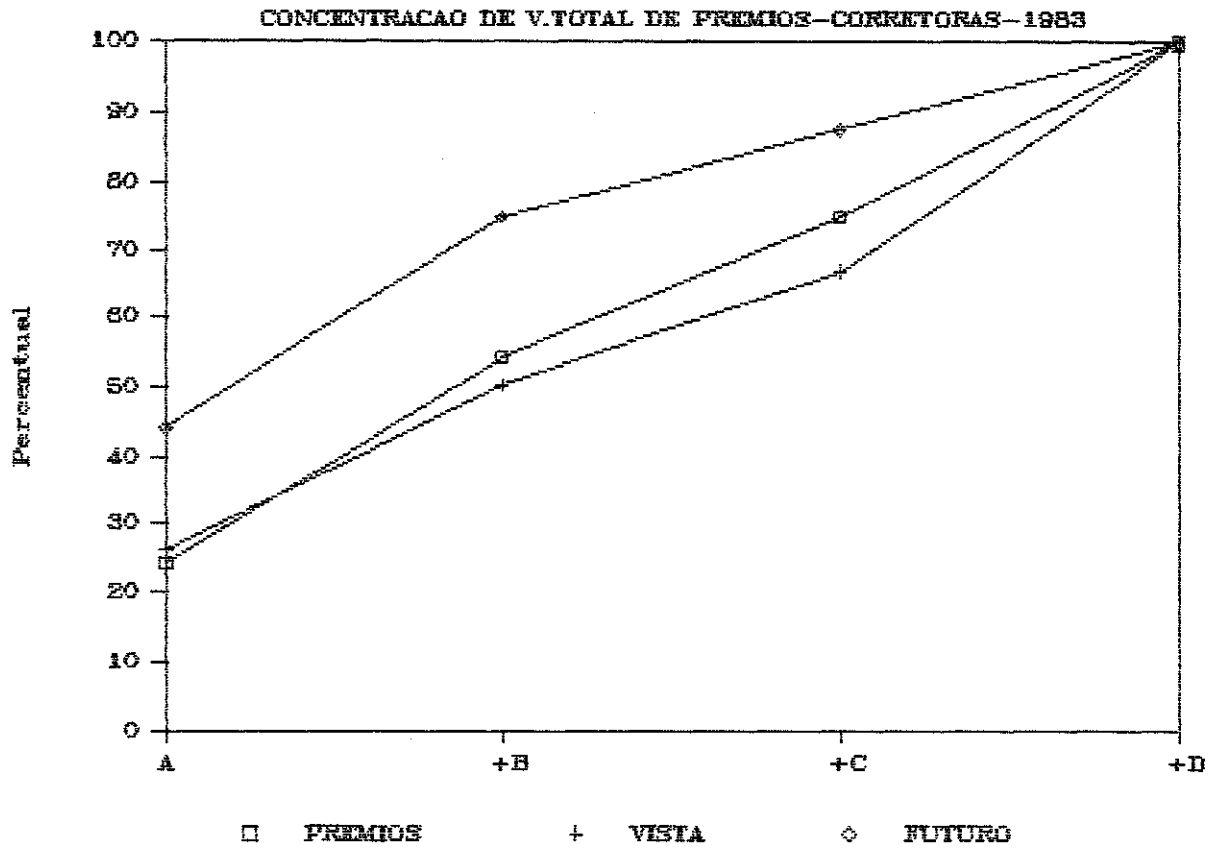


FIGURA 3b

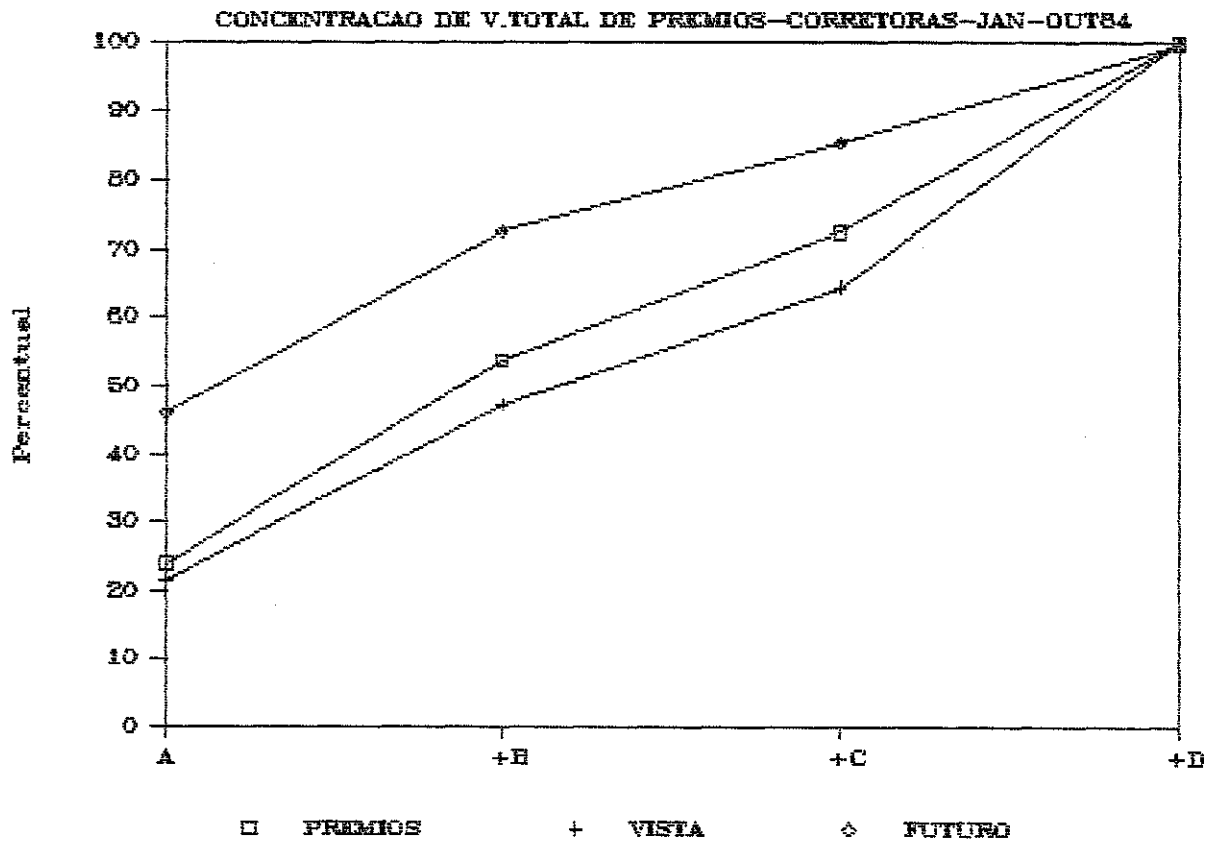


FIGURA 4a

CONCENTRACAO DE V.DIRETO DE PREMIOS - 1983

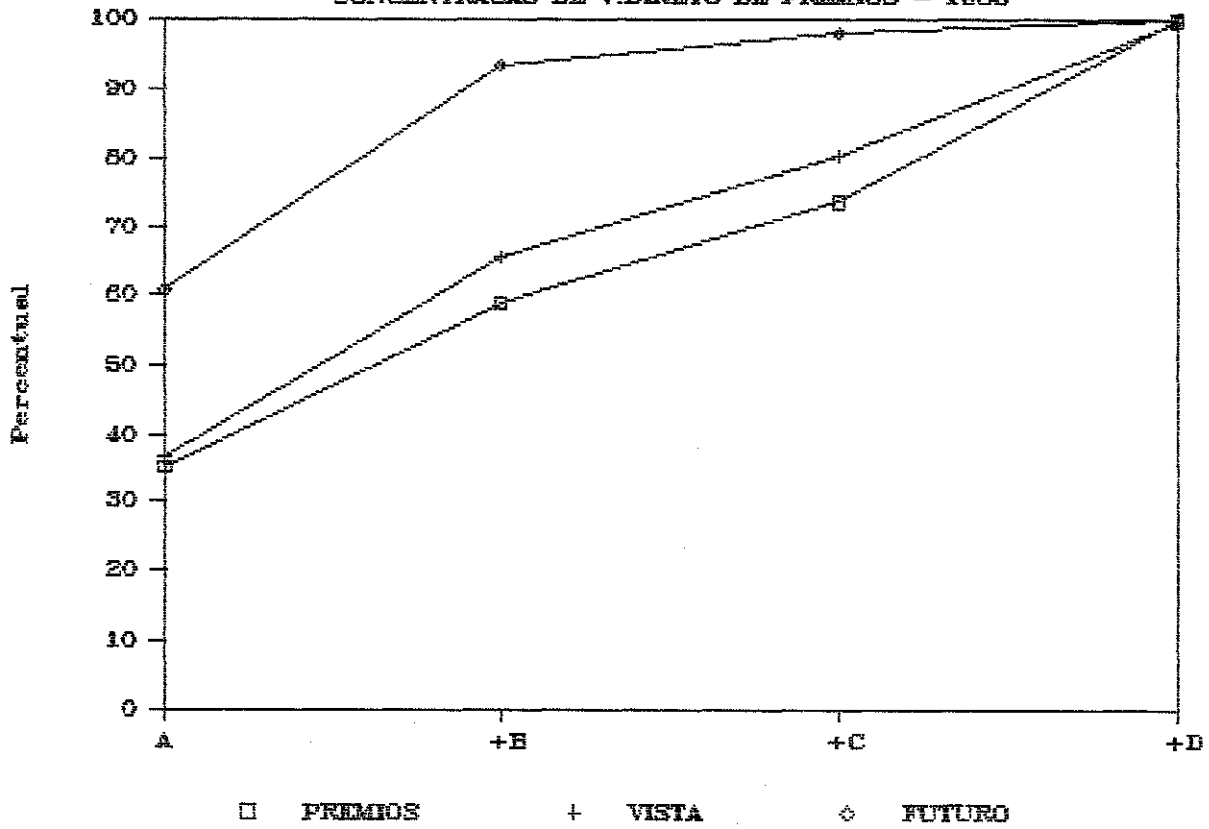
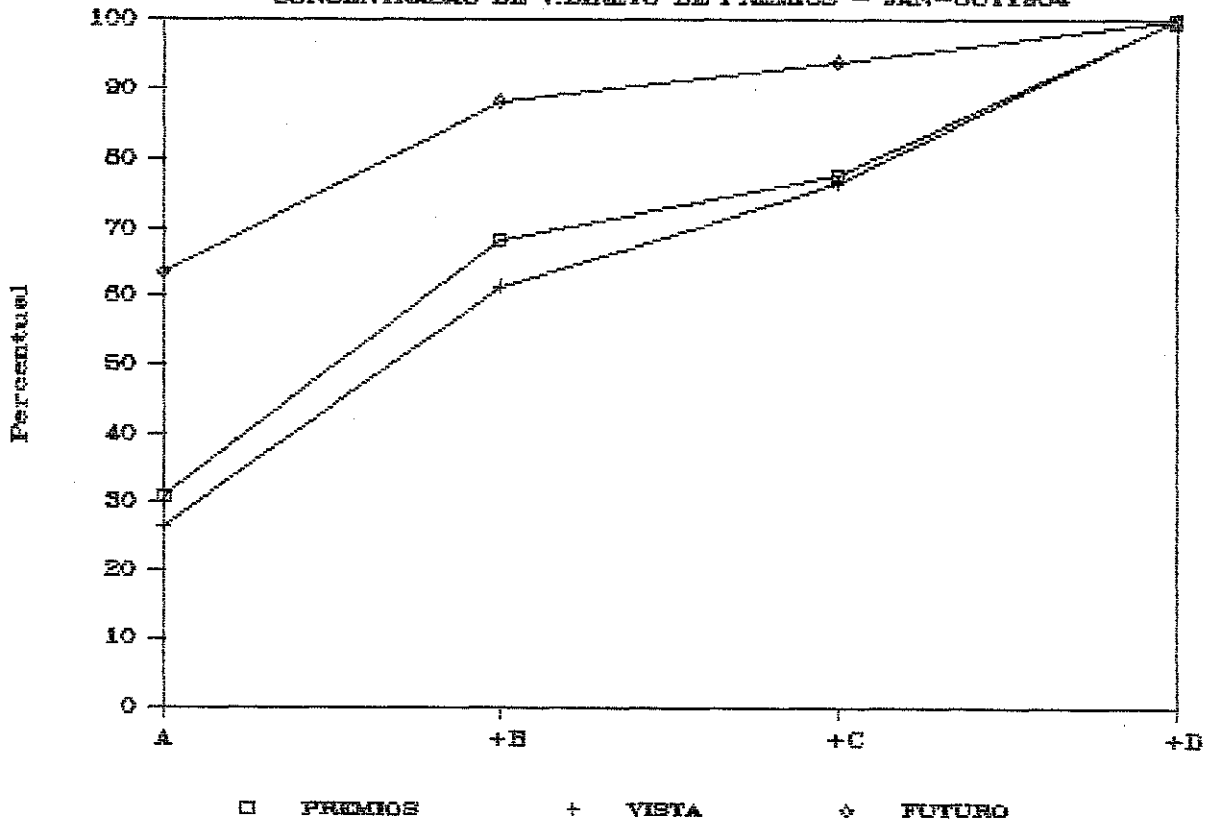


FIGURA 4b

CONCENTRACAO DE V.DIRETO DE PREMIOS - JAN-OUT1984



mercado à vista as 15 maiores corretoras foram responsáveis por 61,5% do volume direto em 1984.

VI - CONCLUSÕES

A evolução do mercado de opções no último ano apresenta algumas características preocupantes para o bom funcionamento deste mercado.

O volume nominal de prêmios mais exercícios até outubro cresceu apenas 113% em relação ao total de 1983, ficando muito aquém do nível de crescimento do mercado como um todo, que foi de 257%. Com isso, sua posição relativa no volume total do mercado caiu de 31% para 18,5%.

Além da queda do volume, o mercado de prêmios vem apresentando um nível de concentração demasiadamente elevado. Em 1983 os negócios eram principalmente realizados com PETR PP (70,2%) e BB PP (24,4%), o que já era um quadro muito restrito. Em 1984 o mercado está praticamente centralizado em um papel: VALE PP, com 90,1% do total.

Com relação à estrutura de intermediação neste mercado, os resultados são mais favoráveis. O mercado de prêmios tem o menor nível de concentração de volume comparado aos mercados à vista e futuro e este nível permaneceu praticamente estável em relação ao ano anterior, com a parcela de mercado das cinco maiores corretoras situando-se em 24,1%.

A distribuição do volume direto neste mercado é mais concentrada, apesar de ter havido uma ligeira queda da parcela de mercado das cinco maiores corretoras, que cai de 35,3% para 31% em 1984.

As corretoras conglomeradas tiveram uma pequena queda na sua parcela de mercado no volume total, de 33,1% para 31,6%, mas elevaram expressivamente sua parcela do volume direto, de 39,2% para 49,3%.

No mercado de prêmios não parece haver especialização em negociações diretas. O percentual médio interno de diretas das maiores corretoras, mesmo o das conglomeradas, é bastante baixo, oscilando entre 7% e 9% nestes dois anos analisados.