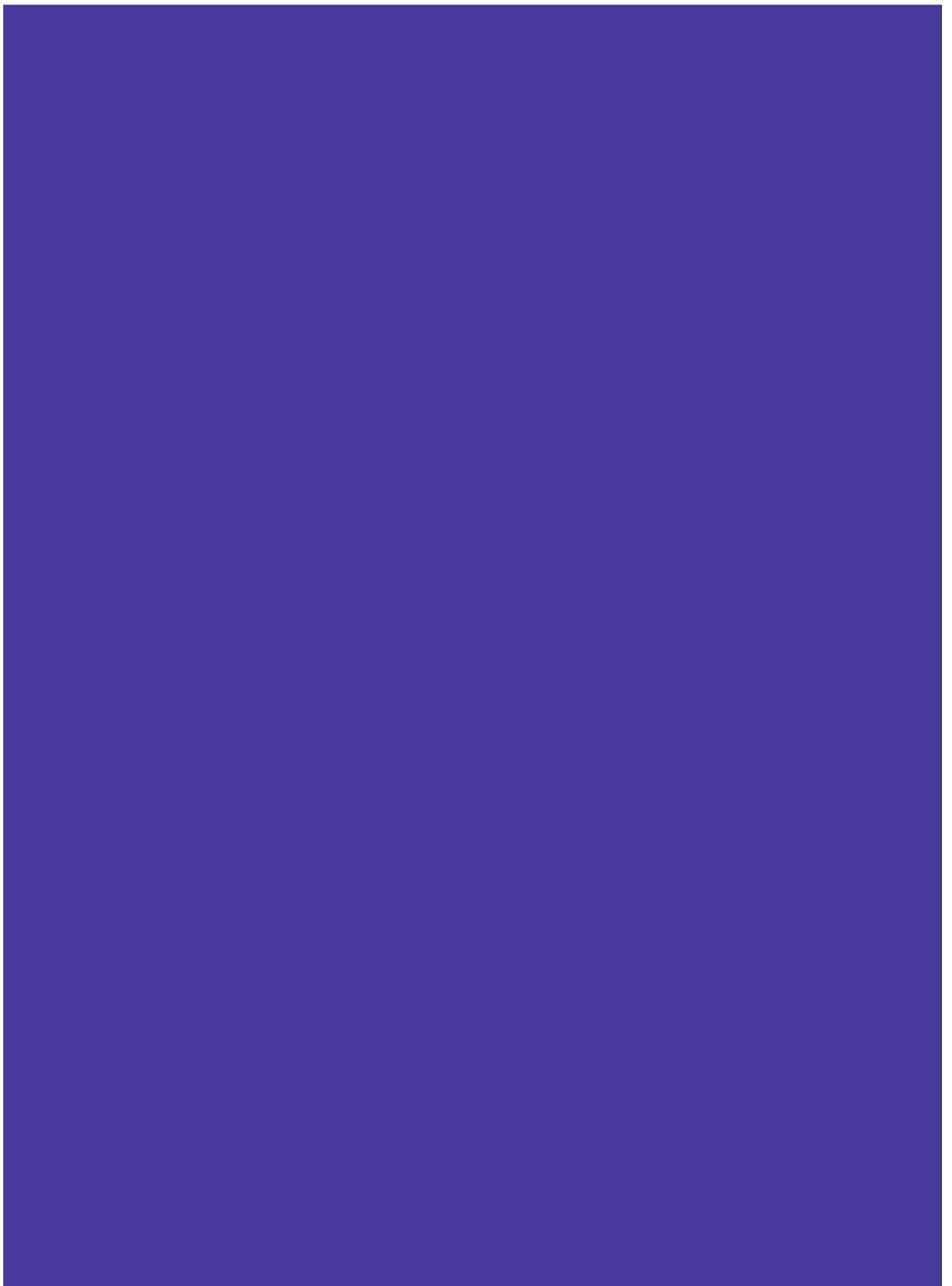


OPERAÇÕES EX-PIT



Bolsa de Mercadorias & Futuros



Apresentação

Este folheto tem por objetivo apresentar aspectos técnicos e operacionais ligados aos negócios *ex-pit*.

O que é a operação *ex-pit*, para que serve e por que realizá-la? Como funciona? Estas são algumas das perguntas cujas respostas estão neste folheto. Aqui também se discute uma transação passível de realização no mercado futuro de açúcar. Evidentemente, dadas a amplitude e a diversidade das operações, o conjunto de estratégias não pôde ser esgotado.

Espera-se, contudo, que o folheto contribua para introduzir o leitor no conhecimento do imenso potencial da operação como mecanismo de *hedging* e encorajá-lo a desenvolver outras estratégias.

Edemir Pinto

Diretor Geral

Introdução

A operação *ex-pit*, também conhecida como troca de futuros por produtos físicos, representa uma técnica avançada de *hedging* por meio da qual o detentor de uma posição a futuro pode precificar a mercadoria-objeto do contrato a termo.

A lógica por detrás do desenvolvimento e da regulamentação das operações *ex-pit* baseia-se no fato de que, se os *hedgers* fossem obrigados a liquidar suas posições futuras no mercado, provavelmente o fariam por preços diferentes.

A BM&F passou a admitir operações *ex-pit* para seus contratos futuros agrícolas com o propósito de oferecer mais uma alternativa de fixação de preços aos negócios a termo realizados por participantes da cadeia agrícola. Essas operações podem ser efetuadas até o dia estabelecido nas respectivas especificações contratuais, desde que sejam atendidas as condições determinadas pela BM&F, que as divulga mas não as submete à interferência do mercado.

Em 2004, foi registrado volume recorde de operações nessa modalidade, superando 8 mil contratos futuros.

O que é operação *ex-pit*

Operações *ex-pit* constituem negócios realizados fora do *pit* de negociação (*ex-pit*), ou pregão, de uma bolsa, não sofrendo influência do mercado.

Nos mercados agrícolas, esse tipo de operação origina-se de uma negociação a termo acertada no mercado físico, cujo valor de faturamento (ou de liquidação), em data futura acordada, tenha por referência a cotação de determinado vencimento do contrato futuro da mercadoria negociada.

A partir do contrato a termo negociado fora do pregão, cada parte assume uma posição (independente) no mercado futuro da bolsa, com o intuito de fixar o preço da mercadoria contratada. Em data próxima à do vencimento, também acertada entre as partes, os participantes revertem suas posições (no mercado futuro) um contra o outro, por meio de operação executada fora do *pit* de negociação da bolsa.

Por que realizar operações ex-pit

Nos mercados futuros, os contratos são padronizados, com especificação definida sobre itens como: qualidade, tamanho do lote negociado, forma de cotação, data de vencimento. Essa padronização é vantajosa para os participantes, especialmente quando se buscam visibilidade para o preço futuro e razoável grau de intercambialidade e de liquidez para os contratos.

Ocorre que, em certas situações, as especificações padronizadas dos contratos futuros podem não refletir adequadamente a realidade dos negócios efetuados com a mercadoria no mercado físico. Nesses casos, os participantes poderão optar por realizar uma transação a termo, em que a maior parte das características do negócio é estabelecida no momento da assinatura do contrato.

O que aconteceria, por exemplo, se as partes envolvidas na negociação a termo tivessem diferentes expectativas quanto ao preço – e/ou aos riscos advindos da variação de preço – da mercadoria negociada? Esta é uma das possibilidades em que a operação *ex-pit* se torna especialmente vantajosa, pois permite que o preço seja fixado na BM&F e, ao mesmo tempo, contempla as expectativas de ambos os participantes em momentos diferentes.

Especificamente, essa engenharia operacional possibilita que cada participante seja responsável pela fixação de seu preço (e margem de lucro) de forma independente, executando suas estratégias de formato totalmente individual. Isso porque, como será visto no exemplo adiante, as partes assumem posição pró-ativa ao longo da operação *ex-pit*, avaliando e determinando o momento adequado para mitigar seus riscos de preço por meio do *hedge* proporcionados pelos mercados futuros.

Assim, o participante que estiver vendido em uma negociação a termo, com o preço de faturamento vinculado a um vencimento futuro, assumirá posição vendida no mercado futuro correspondente no momento que considerar adequado, ou seja, um declínio nos preços daquele momento em diante. Por sua vez, sua contraparte na negociação bilateral assumirá posição (comprada) no mercado futuro em outro instante, quando sua expectativa for de alta de preço até o vencimento da operação.

Essas operações também podem ser úteis no caso de a entrega da merca-

doria negociada bilateralmente a termo ocorrer em praça diferente daquela em que o preço da Bolsa para essa mercadoria está baseado e/ou cuja qualidade seja distinta da estabelecida no contrato futuro correspondente. No primeiro caso, é possível, por exemplo, estabelecer que um contrato de suprimento esteja baseado no preço da Bolsa menos um deságio (desconto no preço a ser pago) de frete. No segundo, a diferença de qualidade (relativamente ao contrato futuro) poderá ser compensada por ágio ou deságio, dependendo das especificações da mercadoria contratada. Em ambas as hipóteses, o deságio ou o ágio é sempre negociado entre as partes, mas a base de preço é estabelecida pelo mercado futuro.

O *ex-pit* constitui, portanto, o casamento entre um contrato a termo e um contrato futuro, em uma operação integrada que aproveita as vantagens de ambos os mercados: visibilidade, transparência e capacidade de transferir riscos (que caracterizam os mercados futuros) e compromisso firme de entrega e recebimento da mercadoria (especificidades do contrato a termo).

Montando uma operação ex-pit

As figuras a seguir ilustram passo a passo essa modalidade operacional.

Momento 1

O participante A firma contrato de compra e venda, comprometendo-se em entregar, em certa data futura, ao participante B determinada quantidade de uma mercadoria (café, por exemplo), cujo preço será indexado a um vencimento futuro da BM&F na data de liquidação.



Momento 2

O participante A vende contratos futuros de café, na BM&F, no momento em que lhe parecer adequado fixar o preço de venda.

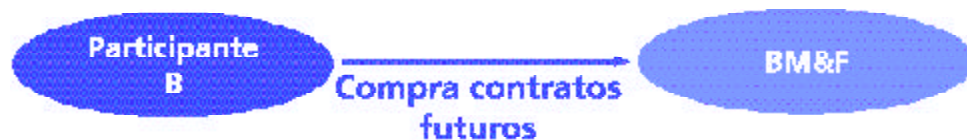
Fixação do Participante A



Momento 3

O participante B compra contratos futuros de café, na BM&F, no momento em que julgar conveniente fixar seu preço de compra¹.

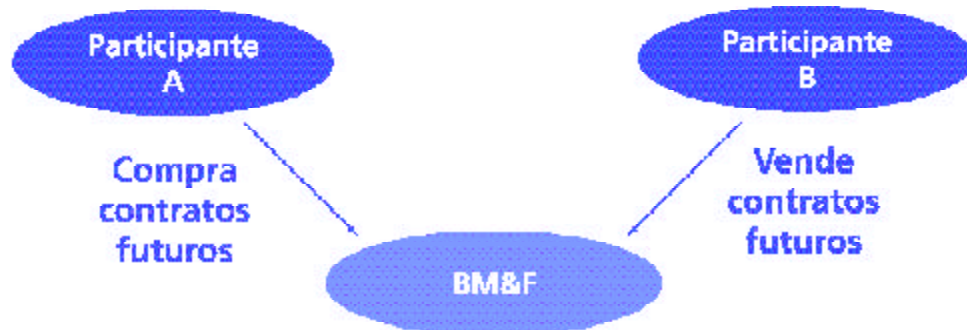
Fixação do Participante B



Momento 4

Na data de liquidação do contrato a termo, os participantes revertem (isto é, "zeram") sua posição no mercado futuro (um contra o outro) e a mercadoria física é entregue contra pagamento. Naturalmente, a entrega da mercadoria e o pagamento são feitos fora da Bolsa, como qualquer negociação normal no mercado físico.

Troca de futuros



¹ É importante ressaltar que a fixação do participante B não necessariamente ocorre após a fixação do participante A.

Exemplo de operação ex-pit no mercado de açúcar

Suponha-se que, no dia 1° de maio de 2005, uma usina açucareira e uma indústria de chocolates firmem um contrato a termo para negociação de 1.350 toneladas de açúcar a serem entregues em setembro de 2005, obedecendo à modalidade operacional *ex-pit*. Por hipótese, o preço de faturamento acertado entre ambos no contrato será a cotação de fechamento do dia 31 de agosto de 2005 do Contrato Futuro de Açúcar Cristal Especial da BM&F com vencimento em setembro de 2005. O pagamento será feito contra a entrega da mercadoria.

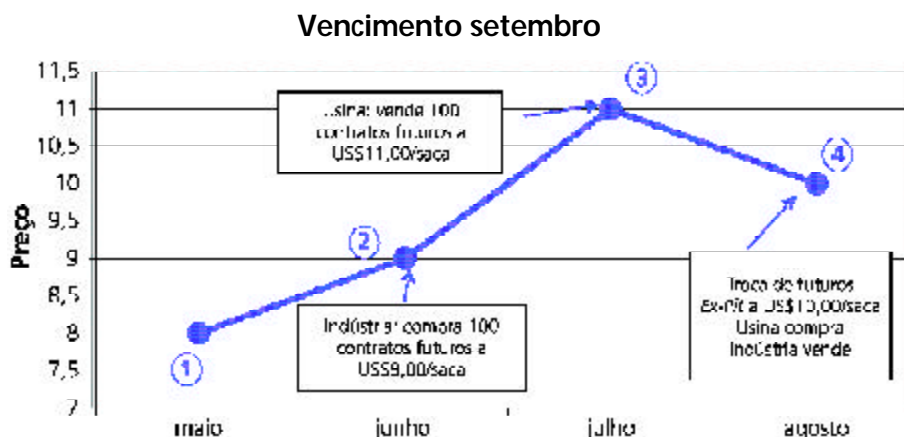
O contrato estabelece, também, que as respectivas aberturas de posição no mercado futuro de açúcar (com as correspondentes fixações dos preços de venda/compra) para o vencimento setembro de 2005 poderão ser efetuadas (individualmente pelas partes) a qualquer tempo, a partir da assinatura do contrato a termo, até a data-limite de fixação (30 de agosto de 2005).

Imagine-se ainda que as duas empresas estejam localizadas em São Paulo, para não introduzir desnecessariamente uma variável (frete) no exemplo.

Como é de imaginar, os preços no mercado futuro do vencimento setembro de 2005 variarão ao longo do tempo, até o vencimento do contrato. Esse fato oferece a oportunidade de fixação de preço para comprador e vendedor em momentos diferentes, permitindo a cada um ajustar-se segundo sua conveniência. Com efeito, enquanto a usina (vendedora do açúcar) espera beneficiar-se das situações de elevação de preço, a indústria tem interesse em fixar seu preço em uma conjuntura de baixa de mercado, pois é a parte compradora do negócio.

Apenas para ilustrar, considere-se que o comportamento do preço futuro do açúcar (vencimento setembro de 2005) apresente a configuração traçada pela figura na página a seguir.

O marco inicial (1) mostra o preço futuro do açúcar na BM&F, referente ao vencimento setembro de 2005, quando da assinatura do contrato a termo. Ou seja, em 1° de maio de 2005, quando a operação *ex-pit* foi iniciada, o preço praticado no mercado futuro de açúcar para aquele vencimento se situava em US\$8,00/saca. Nas semanas seguintes, esse preço seguiria tra-



jetória de alta, em função, por exemplo, de expectativas de redução da safra de açúcar na Índia, grande produtora da mercadoria.

Em junho de 2005 (2), prevendo novas elevações no preço do açúcar, a indústria decide fixar seu preço, comprando 100 contratos futuros de açúcar para o vencimento setembro de 2005 por US\$9,00/saca.

Como cada contrato futuro de açúcar negociado na BM&F refere-se a 270 sacas de 50kg, 100 contratos somam o equivalente a 1.350 toneladas ($270 \times 50 \times 100 = 1.350.000\text{kg}$). É importante ter em mente que a compra feita pela indústria no mercado futuro é uma operação realizada contra o mercado, e não contra sua contraparte original no contrato a termo.

De acordo com a figura anterior, os preços do vencimento setembro no mercado futuro continuaram subindo até alcançar o patamar de US\$11,00/saca em julho (3). Com tal cenário de preços elevados, o momento pareceu favorável para o vendedor, o qual, até então, apenas acompanhava o mercado sem fixar seu preço de venda. Com os preços futuros em US\$11,00/saca, a usina decide abrir uma posição vendedora no mercado futuro. Logo, por intermédio de seu corretor, vende 100 contratos de açúcar para o vencimento setembro pelo preço de US\$11,00/saca. Ressalta-se, também nesse caso, que a operação foi efetivada com o mercado, e não com o comprador original do contrato a termo.

Assim, na altura do ponto (3) da figura, as estratégias da usina e da indústria estão finalmente estabelecidas, isto é, a usina está posicionada em um *hedge* de venda por US\$11,00/saca e a indústria, em um *hedge* de compra por US\$9,00/saca.

No dia 31 de agosto, data fixada no contrato a termo para a liquidação das posições futuras (troca de futuros), o vencimento setembro no mercado futuro estava, por hipótese, cotado em US\$10,00/saca (4). Nesse dia, as corretoras que intermediaram as operações a futuro solicitam à BM&F proceder à inversão das posições *ex-pit*, ou seja, fora do *pit* de negociação. Isso é feito com a usina comprando da indústria 100 contratos futuros de açúcar para o vencimento setembro de 2005 (pelo preço de US\$10,00/saca), dessa forma encerrando sua operação vendida no mercado futuro. Por sua vez, a indústria, que estava posicionada na compra, encerra sua posição vendendo 100 contratos para a usina, pelo mesmo preço, ambas as operações configurando a realização de um negócio *ex-pit*.

Resultado da operação *ex-pit*

A usina faturará o carregamento de açúcar vendido para a indústria pelo preço de US\$10,00/saca. Este é o preço de fechamento (no dia 31 de agosto) do contrato futuro de açúcar da BM&F para o vencimento setembro de 2005, conforme especificado no contrato a termo – base da operação *ex-pit*. A usina, que havia fixado antecipadamente (vendido a futuro) 100 contratos por US\$11,00/saca e no dia 31 de agosto recomprou sua posição por US\$10,00/saca, auferiu ganho de US\$1,00/saca na operação a futuro. Computando-se as duas operações – o faturamento na venda do açúcar para a indústria (US\$10,00/saca) e o ganho obtido no mercado futuro (US\$1,00/saca) –, a usina açucareira obteve receita final de US\$11,00/saca. Esse resultado está de acordo com o que foi estabelecido pela usina no mês de julho, quando da montagem da operação de *hedge*.

Por outro lado, a indústria de chocolate, que também se protegeu usando o mercado futuro, acabou pagando pelo açúcar (no físico) o valor de US\$10,00/saca. No entanto, com a estratégia de *hedge* adotada no mercado futuro a partir de junho, conseguiu apurar ganho de US\$1,00/saca, pois os preços de mercado subiram em relação à posição de abertura do *hedge* de compra (US\$9,00/saca na abertura da posição em junho para US\$10,00/saca no fechamento em 31 de agosto). Na conta de resultado da indústria, conjugando as duas operações (físico e futuro), o preço final de compra é de US\$9,00/saca (isto é, desembolso de US\$10,00/saca no mercado físico e ingresso de US\$1,00/saca referente ao ganho obtido no mercado futuro).

É interessante observar que as diferenças entre os preços de compra e de venda registradas por ambos os participantes no mercado futuro foram obtidas por meio do próprio mercado, ou seja, resultaram de posições tomadas ou assumidas por outras contrapartes no mercado futuro para o vencimento setembro de 2005.

No exemplo, não foram considerados os custos de corretagem, as taxas da Bolsa e a margem de garantia, a fim de simplificar o entendimento. Mas o investidor deve estar atento a todas essas variáveis, pois têm impacto direto sobre o resultado de suas operações,

Considerações finais

Operações ex-pit podem ser consideradas importantes alternativas de fixação de preço e hedge para os participantes da cadeia agrícola. Porém, para que atendam adequadamente às necessidades do comprador ou do vendedor, os participantes devem definir corretamente a estratégia a ser adotada e seu preço-alvo. Isso porque, independentemente do preço da mercadoria na data de vencimento, o resultado final da negociação de compra e venda será o da operação de hedge realizada por cada participante no mercado futuro da BM&F.

É importante ressaltar que a BM&F se responsabiliza apenas pela inversão das posições no mercado futuro, por meio da operação ex-pit, enquanto o compromisso de entrega da mercadoria está restrito ao entendimento entre as partes.

O investidor interessado em melhor avaliar os benefícios desse tipo de operação deve procurar uma corretora associada à BM&F, pois os negócios realizados na Bolsa são sempre intermediados por uma corretora.

A relação de corretoras está disponível no site www.bmf.com.br.

Entre em contato com uma corretora BM&F para obter informações adicionais sobre esta e outras operações.