

A Influência das Insiders Informations no Mercado de Opções: Uma Análise da Desvalorização Cambial no Brasil

Lúcia Maria Goés Moutinho

Doutorado em Economia de Empresas (FGV - São Paulo - 1995), Mestrado e Graduação em Economia (UFPE), Especialização em Teoria Econômica (UFPE/ 1988). Coordenadora do Curso de Mestrado em Economia (UFPB) e Professora do Departamento de Economia (UFPB)

Cassius Rocha de Oliveira

*Graduação em Economia (FURG - Rio Grande do Sul - 1997)
Mestrando em Economia (UFPB - João Pessoa)*

Jeanfranco Pedroso Sousa

*Mestrando em Economia (UFPB - João Pessoa).
Graduação em
Engenharia Civil (UFSC - 1995)*

Resumo:

Analisa a influência das informações internas nas expectativas dos agentes financeiros que atuam no mercado de futuro. Verifica que os modelos de investimento que incorporam a variável informação em suas análises definem mercado eficiente como aquele onde a informação é simétrica. Conclui que a obtenção de informações internas permite a quebra da simetria das informações permitindo lucros anormais para quem as detêm. Faz um estudo sobre a desvalorização do Real e o volume financeiro do dólar futuro na BM&F. Ressalta que no período que antecedeu a desvalorização cambial, houve uma grande quantidade de negócios no mercado futuro, o que indica a obtenção de *insiders information* internas. Verifica forte relação entre os agentes públicos e privados no Brasil, fato que torna difícil a delimitação de suas fronteiras de atuação.

Palavras-chave:

Informação; Desvalorização Cambial; Mercado de Opções; Brasil.

1 - INTRODUÇÃO

O mercado financeiro mundial é influenciado por um grande número de fatores subjetivos e objetivos. A intenção deste artigo é analisar a influência das informações internas¹ em mercados de futuro, mais especificamente em opções de compra e venda de dólar.

Esse tipo de mercado tem como características básicas o risco muito elevado e a necessidade de muitas informações atualizadas sobre o comportamento dos ativos. Dado o alto nível de complexidade desse tipo de investimento, é necessário que os investidores tenham uma grande capacidade de análise e conhecimento de fatores que determinarão o sucesso ou o fracasso dos investimentos, com isso, torna-se indispensável a obtenção de todos os tipos de informações que afetam o desempenho do mercado de futuro. Será considerada a imperfeição das informações, mas obtidas de forma simétrica pelos agentes de mercado, o que caracteriza um modelo de mercado eficiente, *I take the market efficiency hypotheses to be the simple statement that security prices fully reflect all available information* (FAMA, 1991).

Segundo a teoria das expectativas racionais o preço de um ativo depende somente de seu preço passado e de erros aleatórios. Um desses fatores sistemáticos são as *insiders informations*. Essa teoria é dependente da simetria das informações, dado que mesmo havendo imperfeição os agentes farão o melhor uso de todas elas. Será analisada as influências das informações internas como fatores que podem quebrar a simetria das informações permitindo que poucos investidores obtenham lucros anormais, dado que o risco dos investimentos diminui consideravelmente.

Será feito um estudo de caso para o Brasil sobre a influência da obtenção de informações internas dos agentes reguladores, nos investimentos feitos BM&F, particularmente no dólar americano, no período entre dezembro de 1998 e janeiro de 1999. Será analisado como as *insiders informations* sobre a variação futura da taxa de câmbio influenciou o volume financeiro negociado no período anterior a mudança na política cambial.

¹ Informações obtidas antes da divulgação pública.

2 - TEORIAS DAS EXPECTATIVAS DOS AGENTES

Os investimentos em mercados futuros são apostas feitas no possível comportamento de um ativo, sendo adquiridas opções de compra ou venda para um prazo posterior. O preço é estabelecido no presente, logo, se for adquirida uma opção de compra na data t_0 , a um preço X , para comprar em t_1 e nesse intervalo ($t_1 - t_0$) o preço subir para $X + DX$, o lucro do agente que comprou a opção de compra é DX . Já o vendedor da opção de compra terá que vender em t_1 pelo preço X , quando este já está valendo $X + DX$.

O que diferencia este tipo de negócios de outros tipos de *fair game*, como os cassinos por exemplo, é que nestes você não consegue obter informações sobre o resultado futuro das apostas. No mercado de futuros um dos principais fatores que irão determinar o ganho do investidor são as informações passadas, presentes e principalmente futuras sobre o comportamento de determinado ativo. Atualmente, com o avanço das comunicações e a rapidez com que as informações são transmitidas, temos informações simultâneas em qualquer situação do espaço-tempo, logo, todos os agentes têm possibilidades de obtê-las. Então o que vai diferenciar os investidores são as *insiders informations*, ou informações internas, obtidas do governo ou de empresas privadas. Esse tipo de informação é o *plus* do imenso leque de informações disponíveis.

Em economia as informações são tratadas sob duas maneiras: perfeitas ou imperfeitas e simétricas² ou assimétricas. A grande parte das correntes econômicas concorda com a imperfeição das informações o que parece lógico, dado que é quase impossível se ter todas as informações (dados, previsões, modelagens matemáticas e econométricas etc.) sobre algum ativo, e ainda de forma perfeitamente correta. Por mais avançado que sejam os sistemas de comunicação, as imperfeições das informações são evidentes para os principais teóricos.

² Informações simétricas são um conjunto de informações disponíveis chegando em igualdade para todos os agentes, mas dado que a gama total de informações pode apresentar imperfeições, pressupõe-se que alguns fatores podem quebrar esta hipótese.

A divergência entre as correntes ocorre quanto à simetria ou assimetria das informações recebidas pelos agentes, ou seja, quando uma informação é divulgada ou vazada, todos os agentes a recebem no mesmo tempo e da mesma forma, tornando-a simétrica ou dada sua complexidade ela é recebida de diferentes formas pelos agentes sendo assim assimétrica. Essa discussão leva a outra divergência quando as expectativas dos agentes econômicos, isto é, se a informação é imperfeita e assimétrica, os agentes têm expectativas adaptativas, ou seja, se adaptam com o tempo até conseguirem incorporá-las, assim tem-se:

$${}_{t-1}P_t = P_{t-1} + \mathbf{I} [{}_{t-2}P_{t-1} - P_{t-1}]$$

onde: $1 > \lambda > 0$, se o $\lambda = 0$ a expectativa sobre o futuro é apenas o que você vê no presente. λ é o coeficiente de ajustamento.

$${}_{t-2}P_{t-1} = P_{t-2} + \mathbf{I} [{}_{t-3}P_{t-2} - P_{t-2}]$$

Se desenvolver os demais termos das equações anteriores e substituir o próximo termo no anterior, tem-se:

$${}_{t-1}P_t = P_{t-1}(1 - \mathbf{I}) + \mathbf{I}P_{t-2}(1 - \mathbf{I}) + \mathbf{I}^2P_{t-3}(1 - \mathbf{I}) + \mathbf{I}^3P_{t-4}(1 - \mathbf{I}) + \dots$$

que é uma média ponderada de todos os preços. A soma dos pesos é igual a 1. Pode-se simplificar a equação anterior usando a notação de somatório:

$${}_{t-1}P_t = \sum_{i=0}^{\infty} \mathbf{I}^i (1 - \mathbf{I}) P_{t-i-1}$$

Isso se resume a uma média ponderada com pesos crescentes, à medida que vai se avançando no tempo, os preços passados vão ficando menos importantes. Se as informações forem imperfeitas mas simétricas os agentes tem expectativas racionais, isto é, de posse de todas as informações disponíveis fazem o melhor uso delas, já que incorporam simultaneamente ou até mesmo antecipadamente as informações; assim tem-se por exemplo para o preço de um ativo:

$$P_t = P_{t-1} + \mathbf{b}(y_t - {}_{t-1}y_t) + \mathbf{e}_t$$

$$P_t = P_{t-1} + \frac{k}{\mathbf{a}}(M_t - M_{t-1}) + \frac{d}{\mathbf{a}}(g_t - g_{t-1}) - \frac{1}{\mathbf{a}}P + \frac{1}{\mathbf{a}}\mathbf{e}_t$$

onde:

P_t = preço do ativo no tempo t ;

P_{t-1} = preço do ativo no tempo $t-1$;

y_t = produção industrial no tempo t ;

y_{t-1} = produção industrial no tempo $t-1$;

${}_{t-1}y_t$ = expectativa da produção industrial no fim do tempo t ;

M_t = quantidade de moeda no tempo t ;

M_{t-1} = quantidade de moeda no tempo $t-1$;

g_t = gastos do governo em investimento no tempo t ;

g_{t-1} = gastos do governo em investimento no tempo $t-1$;

Considerando que a quantidade de moeda é controlada pelo governo e segue a seguinte política:

$$M_t = M_0 - \mathbf{g}(r_{t-1} - r^o) + \mathbf{h}_t$$

onde:

M_0 = quantidade ótima de moeda;

r_{t-1} = taxa de juros no tempo $t-1$;

r^o = taxa de juros ótima.

Tomando as expectativas da equação anterior, tem-se:

$${}_{t-1}M_t = M_0 - \mathbf{g}({}_{t-1}r_{t-1} - r^o)$$

Diminuindo as duas equações anteriores, tem-se:

$${}_{t-1}M_t - M_t = \mathbf{h}_t$$

Supõe-se que os gastos do governo em investimentos, segue a condição abaixo:

$$g_t = g_0 - \mathbf{q}(y_{t-1} - y^o) + \mathbf{r}_t$$

onde:

g_0 = nível ótimo de gastos do governo em investimentos;

y^o = nível ótimo de produção industrial.

O procedimento adotado para a política monetária pode ser realizado para o investimento, obtendo-se:

$${}_{t-1}g_t - g_t = \mathbf{r}_t$$

Desenvolvendo as fórmulas anteriores e aplicando a teoria de expectativas racionais, tem-se:

$$P_t = P_{t-1} + \frac{bk}{1+ab} h_t + \frac{bl}{1+ab} r_t + \frac{b}{1+ab} m_t + \frac{1}{1+ab} e_t$$

Da qual podemos concluir que o preço depende somente do preço passado, mais termos aleatórios (η_t , ρ_t , μ_t , e ε_t).

Um exemplo clássico dessa divergência é a discussão entre os economistas norte-americanos Robert Lucas e Milton Friedman. Os dois aceitam a imperfeição das informações, mas divergem quanto a sua simetria. Para Lucas, as informações são imperfeitas mas simétricas, isto é, elas podem não serem corretas mas estão disponíveis para todos os agentes do mercado em total igualdade. Essa hipótese sustenta a teoria das expectativas racionais, para os agentes do mercado, porque é necessária a hipótese de simetria das informações para dizer que todos os agentes são racionais ao fazer o melhor uso de todas as informações possíveis. Friedman, discorda quanto a esta simetria no sentido de que os agentes têm diferentes compreensões e entendimentos para as informações, sendo assim assimétricas, isto é, os investidores não as incorporam simultaneamente, dado a incapacidade teórica e financeira de obter e fazer o melhor uso de todas as informações possíveis.

3-TEORIA DE MERCADOS EFICIENTES

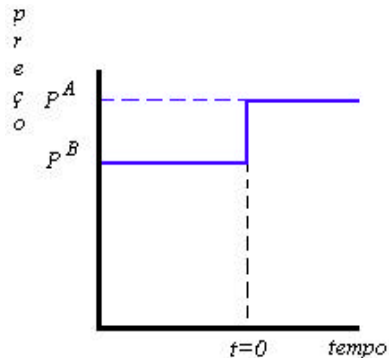
Na teoria financeira podemos visualizar o problema das informações através de mercados eficientes. Esses podem ser definidos como:

“A market is efficient with respect to a particular set of information if it is impossible to make abnormal profits (other than by chance) by using this set of information to formulate buying and selling decisions.” (SHARPE, ALEXANDER & BAILEY, 1999).

An efficient market is one in which security prices adjust rapidly to the arrival of new information and, therefore, the current prices of securities reflect all information about the security. (REILLY & BROWN, 1997).

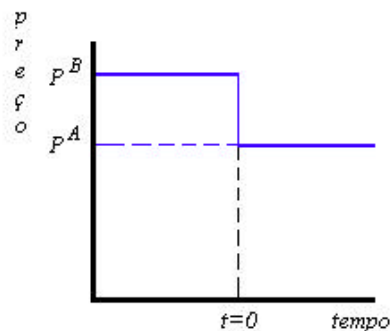
Para que o mercado possa ser considerado eficiente, precisamos primeiramente de algumas premissas importantes para caracterizar esse mercado. Primeiramente o mercado requer um grande número de participantes maximizando lucro e competindo bem como um grande número de ativos sendo negociados. Outra característica que o mercado requer é que as novas informações cheguem ao mercado de forma aleatória; por último que os investidores fiquem atentos ao ajuste rápido dos preços dos ativos, em virtude das novas informações. Podemos verificar nas figuras seguintes como os preços dos ativos mudam em virtude da classificação dos mercados em eficiente e ineficiente.

FIGURA 1
MERCADO EFICIENTE COM
CHEGADA DE NOVAS INFORMAÇÕES



(a) chegada de informações boas

FIGURA 2
MERCADO EFICIENTE COM CHEGADA
DE NOVAS INFORMAÇÕES



(b) chegada de informações ruins

FONTE: Adaptado de Sharpe, Alexander & Bailey (1999)

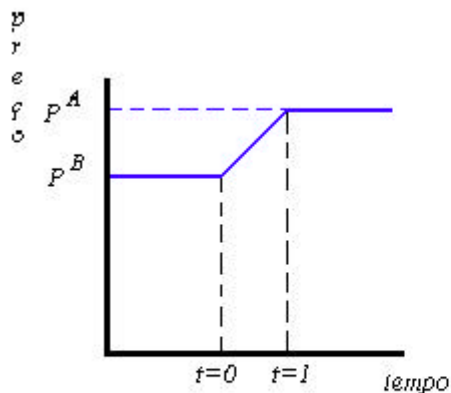
Na FIGURA 1, temos a chegada de novas informações boas ao mercado, fazendo com o preço do ativo se eleve. Na FIGURA 2, temos a chegada de novas informações ao mercado sendo essas ruins e fazendo com que o preço dos ativos diminua.

Na FIGURA 3 temos a chegada de novas informações ao mercado no tempo $t=0$, vemos que o mercado não reage imediatamente a mudança nos preços, logo, ele demora a reagir. Na FIGURA 4 temos a chegada de novas informações também no tempo $t=0$, mas nesta figura o mercado reage de forma a supervalorizar o preço dos ativos, e num momento seguinte o mercado reage lentamente e atinge o nível real do valor dos mesmos.

Segundo SHARPE, ALEXANDER & BAILEY podemos dividir os mercados eficientes em três tipos básicos, conforme o tipo de informações que os agentes financeiros recebem. Essa divisão foi realizada por FAMA (1970) e está sintetizada na TABELA 1 abaixo.

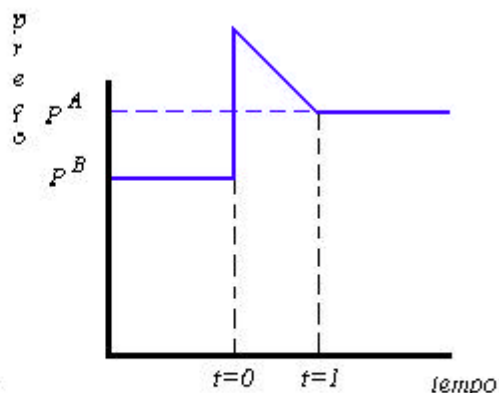
Atualmente, é considerado em cada forma de eficiência outras informações. Para o mercado fraco considera-se além dos preços passados, taxas de retorno, volume de ativos negociados e outras informações do mercado. Para o mercado semiforte considera-se todas as informações anteriores mais informações públicas tais como: ganhos e dividendos anunciados, razão de dividen-

FIGURA 3
MERCADO INEFICIENTE COM
CHEGADA DE INFORMAÇÕES NOVAS



(a) reação lenta no preço das ações

FIGURA 4
MERCADO INEFICIENTE COM
CHEGADA DE INFORMAÇÕES NOVAS



(b) superreação do preço das ações

FONTE: Adaptado de SHARPE, ALEXANDER & BAILEY (1999)

TABELA 1

| Forma de eficiência | Conjunto de informações que refletem no preço dos ativos |
|---------------------|--|
| <i>Fraca</i> | <i>Preços anteriores dos ativos</i> |
| <i>Semi-forte</i> | <i>Todas as informações públicas disponíveis</i> |
| <i>Forte</i> | <i>Todas as informações públicas e privadas</i> |

FONTE: SHARPE, ALEXANDER & BAILEY (1999)

dos por ações, razão valor de mercado e valor nominal, aumento de capital, vendas de empresas subsidiárias, fusões de empresas, novas medidas econômicas adotadas pelo governo, notícias econômicas internacionais.

No caso de mercados fortemente eficientes consideram-se todas as informações públicas e privadas, sendo que as últimas não podem ser monopolizadas por um pequeno número de investidores, pois se assim ocorresse esses teriam lucros anormais, que não é uma característica de mercado eficiente. No mercado eficiente as informações privadas devem chegar ao mercado e provocar uma mudança rápida nos preços dos ativos. Essas informações devem ser livres de custo e estar disponível a todos os investidores.

Certos autores argumentam que o mercado eficiente está baseado na hipótese de passeio aleatório, ocasionando mudança no preço dos ativos aleatoriamente. REILLY & BROWN (1997) apresentam a teoria de mercado eficiente de FAMA (1970) em termos de um modelo denominado *fair game*. Assim o retorno esperado de um ativo pode ser definido como:

$$E(P_{j,t+1} | \mathbf{f}_t) = [1 + E(r_{j,t+1} | \mathbf{f}_t)]P_{j,t}$$

onde:

E = operador do valor esperado

$P_{j,t}$ = preço do ativo j no tempo t

$P_{j,t+1}$ = preço do ativo j no tempo t+1

$r_{j,t+1}$ = taxa de retorno em porcentagem para um período de capitalização do ativo j durante o período t+1

Φ_t = conjunto de informações que reflete totalmente no preço do ativo no tempo t.

Assim essa equação diz que $E(P_{j,t+1} | \Phi_t)$ denota o preço esperado no fim do período do ativo j, dadas as informações disponíveis no começo do período. O termo $1 + E(P_{j,t+1} | \Phi_t)$ representa a taxa de retorno esperado sobre o período anterior, dada

a informação no começo do período. $P_{j,t}$ representa o preço do ativo j no começo do período. A equação descreve que o preço esperado de qualquer ativo no fim do período está baseado na taxa de retorno normal esperado durante o período. Essa taxa de retorno é determinada pelo conjunto de informações disponíveis no começo do período.

Porém se o mercado for considerado eficiente o investidor não poderá obter lucros anormais, a não ser pela sorte. Se for definido $x_{j,t+1}$ como a diferença entre o preço atual no tempo t+1 e o valor esperado no tempo t+1, tem-se:

$$x_{j,t+1} = P_{j,t+1} - E(P_{j,t+1} | \mathbf{f}_t)$$

Está equação descreve a definição de excesso de valor de mercado para o ativo j, pois fornece a diferença entre o preço atual e o preço esperado no tempo t baseado no conjunto de informações disponíveis. Num mercado eficiente temos:

$$E(x_{j,t+1} | \mathbf{f}_t) = 0$$

Esta equação reflete um mercado conforme o modelo de FAMA de Jogo Justo, ou seja, as informações disponíveis não permitem lucros anormais.

No âmbito deste artigo será adotada a hipótese de simetria de informações com expectativas racionais, já que a população de agentes que atuam no mercado de opções se enquadra mais na definição de Lucas, dado a capacidade destes operadores de assimilarem rapidamente as informações disponíveis e com isso obter maior grau de certeza nos investimentos em opções, ou pela teoria de FAMA (1970) temos que os mercados são fortemente eficientes. O melhor uso de todas as informações disponíveis é um fator de forte determinação no sucesso dos investidores em mercado futuro, mas o alvo principal deste artigo

são as informações que vazam, ou seja, as informações internas dos *police makers*. Esses podem ser departamentos do governo ou grandes agentes privados.

Os modelos matemáticos de investimentos em ativos ou títulos, incorporam em suas variáveis explicativas, informações que provavelmente a maioria dos agentes financeiros possui, logo o que vai diferenciar os investidores é a posse de *insiders informations* de cada tipo de aplicação. De posse dessas informações os agentes financeiros irão conseguir quebrar um dos princípios básicos da teoria financeira que é quanto maior o grau de risco, tanto maior será o retorno esperado. Pois possuindo informações internas, os ativos com grande volatilidade e aparente alto risco, fornecerão altos ganhos com baixo risco, pois o investidor detém informações que lhe garante um investimento com alto retorno e segurança.

Poderíamos, sabendo de determinada informação interna de uma empresa quanto a uma pesquisa, comprar antecipadamente grandes lotes de ações desta, o que possibilitaria um lucro anormal caso essa pesquisa obtivesse êxito. Por exemplo, uma pesquisa de um medicamento para a cura de um tipo de câncer. Se soubéssemos antes do mercado que essa empresa irá fabricar o medicamento com sucesso, podemos esperar uma alta no preço dessas ações no futuro o que permitiria, posteriormente, vendê-las por um preço muito maior e obter um lucro anormal.

4 - UM ESTUDO DE CASO PARA O BRASIL

O mercado financeiro brasileiro na década de 1980, teve um grande desenvolvimento principalmente no seu volume negociado. Com o início da globalização, o mercado nacional passou a sofrer fortes influências do enorme fluxo de capitais mundiais, que circula sem nenhuma barreira e quase sem regras quanto a sua atuação.

Com a abertura econômica o mercado nacional foi se adequando a normas e comportamentos do mercado financeiro internacional, passando a incorporar suas características. Pode-se dizer que está ocorrendo um gradual aumento na qualidade das operações no mercado financeiro brasileiro, porém o que ainda o diferencia de outros impor-

tantes centros financeiros mundiais, são os problemas com relação às informações internas obtidas pelo seus operadores vindas dos agentes públicos e privados que controlam o sistema. Esse fato complica a forma de atuação dos agentes que atuam no *fair game* do mercado financeiro.

Um tipo de operação onde as informações influenciam fortemente o resultado dos investimentos é o mercado de futuros, pois com a posse de uma informação sobre algum fato regulador do sistema que ainda não ocorreu privilegia os agentes que atuam nesse tipo de mercado. Em outras palavras, é como fazer uma previsão perfeita do que irá ocorrer. Com isso se reduz o risco das operações.

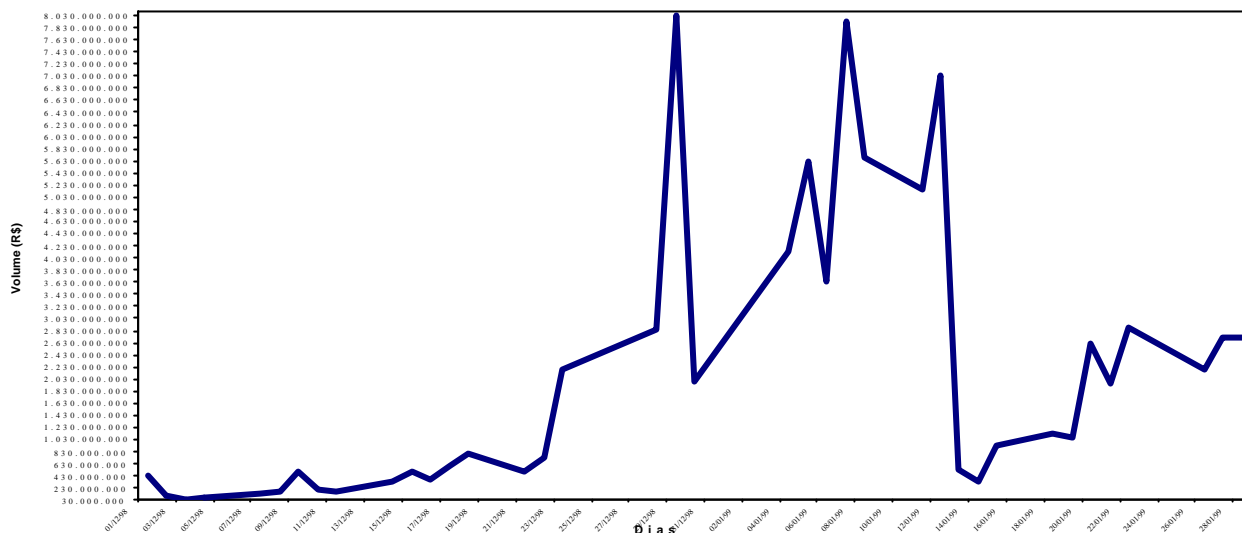
No sistema financeiro brasileiro tem-se uma forte relação entre as autoridades públicas, que regulam e controlam o sistema, e os agentes privados que nele atuam, tornando difícil delimitar uma fronteira em suas atuações. Enquanto em alguns países, como os Estados Unidos por exemplo o presidente do FED (Banco Central Norte Americano), é obrigado a passar um grande período afastado do mercado após a sua saída do cargo, no Brasil isso não ocorre, logo, isto faz com que os agentes que atuam no mercado financeiro brasileiro fiquem dependentes e desejosos das informações vindas dessas autoridades, prejudicando a eficiência do mercado financeiro brasileiro.

Desde o início do Plano Real, ficou explícita a intenção do Governo em ter uma taxa de câmbio que permitisse uma certa paridade com o dólar norte-americano, dado as vantagens que esta situação apresenta em mercados globalizados. O valor ótimo do dólar norte-americano frente ao Real já era discutido no Brasil a algum tempo pelos economistas, exportadores, importadores e operadores de mercado, os quais analisavam as possíveis vantagens e desvantagens de ter ou não paridade com o padrão monetário internacional. A incapacidade de precisar estas análises tornava-se difícil e complicada, dados os incontáveis prós e contras de uma desvalorização da moeda nacional, dentro do complexo sistema de mercado globalizado. A chamada âncora cambial mostrou-se persistente por quase 5 anos até a desvalorização do Real em janeiro de 1999. Por mais eficiente que fosse o mercado financeiro seria quase in-

possível, dado a inexistência de poderes mediúnicos do mercado ante este acontecimento com as informações disponíveis a todos.

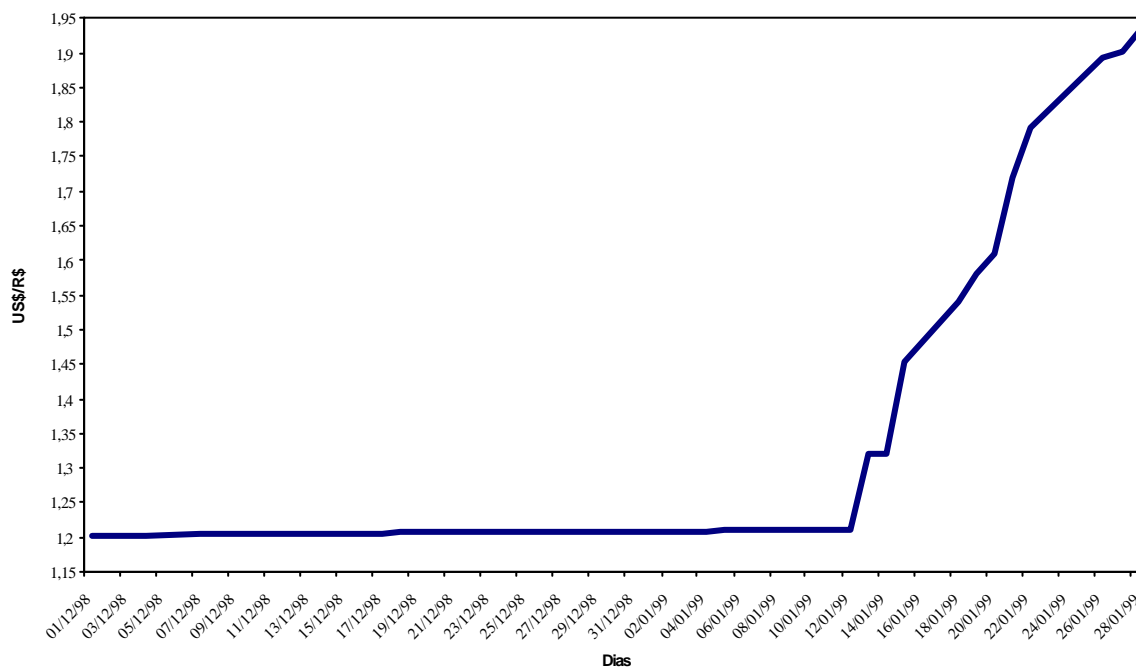
A intenção deste artigo é mostrar a importância de qualquer tipo de informação passada, presente e principalmente futura para o mercado de opções. No caso da acentuada desvalorização da

GRÁFICO 1
VOLUME NEGOCIADO NA BM&F EM OPERAÇÕES DE DÓLAR FUTURO
COM VENCIMENTO EM FEVEREIRO DE 1999 (R\$)



FONTE: ECONOMÁTICA

GRÁFICO 2
TAXA DO REAL X DÓLAR NORTE-AMERICANO



FONTE: BANCO CENTRAL DO BRASIL

moeda brasileira pelo Banco Central do Brasil (BACEN), esta não poderia ter sido prevista pelo mercado somente com as informações disponíveis. Assim somente de posse de informações internas é que alguns agentes de mercado conseguiram quebrar a eficiência do mercado e apostaram no aumento do valor do dólar futuro na BM&F com tanta certeza, como mostram os gráficos a seguir:

Analisando-se os GRÁFICOS anteriores, notou-se que no dia 24 de dezembro de 1998, começou uma intensa procura por opções de dólar, apesar de a taxa de câmbio ainda permanecer estável, o que aparentemente não justificaria esse enorme aumento do volume negociado na BM&F. Houve uma descontinuidade no volume negociado no período anterior à desvalorização do Real. Quando o volume de apostas no valor futuro do dólar caíram fortemente, voltando quase ao nível médio da primeira quinzena de dezembro, o dólar começou sua rápida escalada até atingir altos níveis de valorização perante o Real nos dias que se sucederam, isto fica bem visível analisando os GRÁFICOS 1 e 2.

Esse fato indica que grande parte desta expectativa quanto à desvalorização do Real veio da obtenção de *insider information* da mudança cambial, o que permitiu o sucesso neste tipo de investimento dando chance a obtenção de lucros anormais pelos investidores que nele apostaram de posse de informações privilegiadas. *We know that corporate insiders have private information that leads to abnormal returns...* (FAMA, 1991). Os autores acreditavam que parte desta expectativa pode ter vindo de *feeling* do mercado já que a época era de crise nas economias dos países emergentes, além de uma possível troca no alto escalão do BACEN.

5 - CONCLUSÃO

Neste artigo procurou-se demonstrar a influência das informações nas expectativas dos investidores do mercado de futuro. Foi feita uma análise da teoria das expectativas onde foi adotada a hipótese de racionalidade entre os agentes econômicos. Analisou-se os modelos de investimentos que incorporam a variável informação em suas verificações, onde um mercado é considerado eficiente quando a informação chega a todos os

agentes de forma simetria. A hipótese de expectativa racional é sustentada por uma informação simétrica entre os agentes em questão. Foi dada maior ênfase às *insiders informations*, como um dos fatores capazes de quebrar a simetria das informações e a eficiência do mercado financeiro, permitindo lucros anormais para quem as detêm.

As informações não disponíveis para todos permite a alguns investidores quebrarem a eficiência do mercado ao tornar o leque de informações assimétricas, o que proporciona enorme vantagem para eles.

Foi feito um estudo de caso para o Brasil de um curto período de tempo (01.12.1998 à 31.01.1999) comparando o volume negociado na BM&F, especificamente em compra de opções de compra de dólar norte-americano com a taxa de câmbio no mesmo período. Conclui-se que o volume financeiro negociado nesses investimentos cresceu de forma anormal nos dias que antecederam a desvalorização, indicando presença de informações privilegiadas, quanto ao futuro da taxa de câmbio dada a certeza quanto a sua desvalorização. Parte das expectativas formadas na segunda quinzena de dezembro de 1998 pode ter sido provocada pelo *feeling* do mercado já que na época havia muita turbulência provocada pela crise financeira dos países emergentes. Contudo, sem a obtenção de informações internas da taxa de câmbio futuro, não é possível justificar o enorme volume negociado nos dias que antecederam a desvalorização.

Verificou-se a forte relação entre os agentes financeiros públicos e privados no Brasil tornando difícil delimitar os limites de suas atuações. Isso torna possível e necessário para quem deseja atuar no mercado de opções a busca de uma grande quantidade de informações, incluindo as *insiders informations*, que permitirão bons retornos com riscos moderados.

Abstract:

This paper analyzes the influence of insiders information, in financial agents expectations who work in future market. Check the investment models that attach the variable information in their analyzes, define efficient market like that where informations allow to break information symmetry allowing abnormal profits for who have this informations. A study about Real devaluation and amount of future dollar in BM&F was done. We detect that prior to the Real devaluation, a big quantity of trades in future market happened, making we think that the financial agents had insiders informations. We verify a strong relationship between private and public agents in Brazil, which turns the demarcation in your work activity difficult.

Key Words;

Information; Real devaluation; Option market; Brazil.

6 - BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

- BAGEHOT, Walter. The only game in town. **Financial Analysts Journal**, p. 12-14, v. 22, mar/apr. 1971.
- BRANSON, W. H. **Macroeconomic theory and practice**. 3 ed. New York: Harper & Row, 1989.
- CHIANG, A. **Matemática para economistas**. 2 ed. São Paulo: McGraw-Hill, 1982.
- ELTON, Edwin J, GRUBER, Martin J. **Modern Portfolio Theory and Investment Analysis**. 5 ed. New York: John Wiley & Sons, 1995. 715 p.
- FAMA, Eugene F., Efficient capital markets. **Journal of Finance**, v. 25, n. 5, p. 383-417, may 1970.
- _____. Efficient capital markets II. **Journal of Finance**, v. 46, n. 5, p. 1575-1617, dec. 1991.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 11 ed.. São Paulo: Qualitymark, 1998. 391 p.
- REYLLY, Frank K., BROWN, Keith C. **Investment analysis and portfolio management**. 5 ed. Forth Worth: The Dryden, 1997. 1090 p.
- SHARPE, William F., ALEXANDER, Gordon J., BAILEY, Jeffery V. **Investments**. 6 ed. New Jersey: Prentice Hall, 1999. 962 p.

Recebido para publicação em 27.AGO.1999.