

Revista Brasileira de Comércio Exterior



A revista da FUNCEX

Ano XXXVII

157

Outubro,
Novembro e
Dezembro de
2023

EXPANDIR AS EXPORTAÇÕES

Câmbio e Trade Finance
Política Industrial e Comercial:
Semicondutores



Imagem de Roman por Pixabay



FUNCEX



fundação
centro de estudos
do comércio
exterior

Ajudando o Brasil a expandir fronteiras

EDITORIAL**2 Expandir as exportações e internacionalizar as empresas***Antônio Carlos da Silveira Pinheiro***ENTREVISTA****4 José Luis Pinho Leite Gordon***Diretor de Desenvolvimento Produtivo, Inovação e Comércio Exterior do BNDES***COMENTÁRIO INTERNACIONAL****10 A virada do algodão. Agora é esperar pela indústria***George Vidor***DESAFIOS 2023 - 2024****14 Combinando política industrial e comercial: semicondutores e o Brasil***Renato Galvão Flores Jr.***20 Oriente Médio: a nova fronteira para a exportação brasileira***Ric Scheinkman e Marcello Vinicius de Oliveira Faria Araújo***CÂMBIO****26 O Cartel de Câmbio***Roberto Giannetti da Fonseca***38 Nova lei cambial: prestes a completar um ano, quais foram seus avanços e o que ainda precisa ser feito***Zilda Mendes***TRADE FINANCE****40 Trade finance usando Renminbi***Hsia Hua Sheng***44 Green Tech Inovar & Exportar***Lilian Aliprandini***RASTREABILIDADE****46 Considerações para um Sistema de Rastreabilidade e Monitoramento na Pecuária Brasileira***Camila Dias de Sá, Fernanda K. Lemos e Marcos Sawaya Jank***ORIENTAÇÃO EXTERNA****54 Expansão da orientação externa e da cultura exportadora em municípios: sugestões para o caso do Rio de Janeiro***Daiane Santos e Henry Pourchet***PRÁTICAS DE COMEX****64 Fundamentos para formação técnica para o mercado de câmbio***Evandro Caciono*

“O Cartel de Câmbio”



Roberto Giannetti
da Fonseca

Roberto Giannetti da Fonseca
é economista e empresário

Na Teoria Econômica logo aprendemos que a taxa de câmbio é o principal preço de uma economia, pois de certa forma ela afeta direta ou indiretamente todos os outros preços. Dada uma taxa de câmbio para uma determinada moeda nacional, todos os preços relativos de ativos, passivos, exportações, importações, são afetados quando expressos em qualquer outra moeda internacional. A volatilidade da taxa de câmbio reflete através de sua flutuação a busca do equilíbrio entre oferta e demanda de uma determinada moeda em relação as demais. O chamado câmbio de equilíbrio de uma economia é o resultado síntese de todos outros movimentos de preços relativos desta economia.

Há um razoável consenso entre economistas de que a taxa de câmbio real de um país, se mantida em patamar artificial por um período mais longo pode trazer vários danos para sua economia. Entre outros podemos destacar o desequilíbrio nas contas externas, instabilidade macroeconômica, menor geração de emprego, distorção dos preços relativos, má alocação de recursos pelo setor privado, e perda do dinamismo exportador. Poderia aqui me estender no tema e discorrer por centenas de páginas sobre a teoria cambial e suas práticas ao longo do tempo em diversos países e períodos, mas não é este o objetivo deste rumoroso capítulo que ora inicio.

Como Diretor Titular de Relações Internacionais e de Comércio Exterior da FIESP por dez anos, de 2004 a 2014, cumpro com frequência uma rotina de atender literalmente milhares de empresas paulistas e brasileiras no seu objetivo de exportar ou importar produtos e insumos na sua atividade industrial. Por volta de 2009 percebi que além dos efeitos da crise internacional de Setembro de 2008 sobre o comércio mundial, que aos poucos se recuperava, havia algo mais sistêmico afetando o comércio exterior brasileiro. De um lado os exportadores brasileiros reclamavam da perda de competitividade, pois enquanto seus custos em Reais aumentavam, a sua receita de exportação declinava, numa perversa combinação de preços internacionais mais baixos e taxa de câmbio Real/ Dólar, aparentemente sobrevalorizada. De outro lado a indústria brasileira em geral reclamava da crescente e agressiva concorrência de produtos importados, sobretudo de origem chinesa e asiática. Mesmo com fretes, impostos, e custos de importação, bens de consumo e matérias primas chinesas chegavam ao mercado brasileiro muito mais barato do que aqueles produzidos localmente.

As consequências deste ambiente anômalo eu já conhecia como economista experiente em política cambial e como empresário exportador que havia sofrido na pele os efeitos de uma prolongada sobrevalorização cambial durante a

.....
Este artigo é o Capítulo 17 do livro **Penúltimas Memórias**, publicado pela Editora Matrix em agosto de 2023.

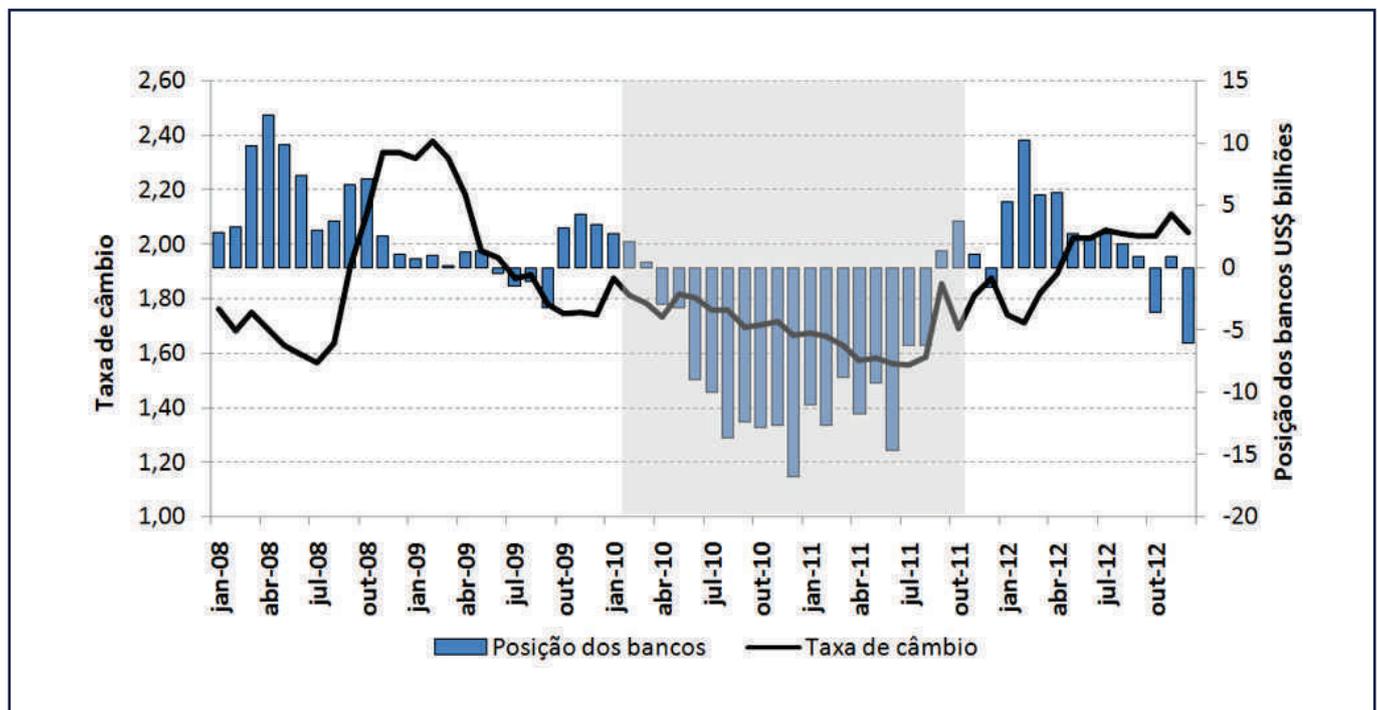


Central do Brasil, e de um jovem e brilhante economista e professor da UNICAMP, Pedro Rossi.

Com a ajuda deles passei a acompanhar diariamente com maior atenção os movimentos cambiais nos três segmentos que compõem o mercado de câmbio, e que interagem entre si: (i) o mercado à vista, que reúne todas as transações de compra e venda de moeda estrangeira para liquidação de remessas entre importadores, exportadores, investidores, turistas, entre outras, (ii) o mercado interbancário, que reúne as transações cambiais entre instituições financeiras, e (iii) o mercado futuro, o mais complexo destes ambientes, pois envolve inúmeras transações cambiais entre compradores e vendedores de moeda estrangeira para entrega futura, através de contratos de prazos e modalidades variados, que se denominam derivativos.

primeira fase do Plano Real. Foi quando em meados de 2010, amargurado e irrequieto com as reclamações de tantos empresários brasileiros, resolvi aprofundar ainda mais meu conhecimento sobre a formação da taxa de câmbio na economia brasileira. Através da FIESP contratamos a assessoria de dois *experts* em política cambial: Emilio Garófalo, ex Diretor da Área Externa do Banco

Logo percebi que a anomalia estava no vertiginoso crescimento na posição vendida dos Bancos de dólares no mercado futuro de câmbio, operado pela B3 (antiga BM&F). Eram bilhões de dólares vendidos por dia em troca de Reais, em contratos para entrega das moedas no prazo de 30, 60, 90 dias. O gráfico abaixo fala por si só. Após ter atingido a taxa de R\$2,40 /dólar em Abril de 2009, em início de 2010 já estava abaixo de R\$1,80 / dólar, ou seja, uma expressiva queda de 25% em menos de um ano. Estava perceptível a correlação positiva entre a forte valorização da moeda brasileira simultaneamente a um forte aumento da posição vendida dos bancos.



O próximo passo desta investigação seria o de descobrir por que os bancos em sua consciência assumiam uma posição tão alavancada na moeda brasileira? A resposta estava numa operação de arbitragem de taxas de juros entre o Real e as moedas estrangeiras, já que as taxas de juros no Brasil eram de dois dígitos, eventualmente entre 10% e 15% enquanto nos países desenvolvidos eram próximas a zero. Sempre criativos no aproveitamento de arbitragens de taxas de câmbio e de juros, os bancos logo se aperceberam desta mega-oportunidade oferecida a eles de bandeja pela anômala política monetária brasileira. Sendo o mercado futuro de câmbio brasileiro bastante desregulado e de razoável dimensão e liquidez, ali estava o palco perfeito para a introdução de uma lucrativa operação financeira que no jargão dos bancos é denominada “carry trade”, ou seja, uma operação contínua de rolagem e carregamento daquelas posições de arbitragem. Por rolagem e carregamento entende-se a renovação periódica de contratos futuros de câmbio de curto prazo, digamos de 30, 60, ou 90 dias, sem que fosse necessária a troca física de moedas, mas somente a cobertura da diferença entre as taxas de câmbio de entrada e de saída destes contratos no momento da rolagem ou renovação periódica.

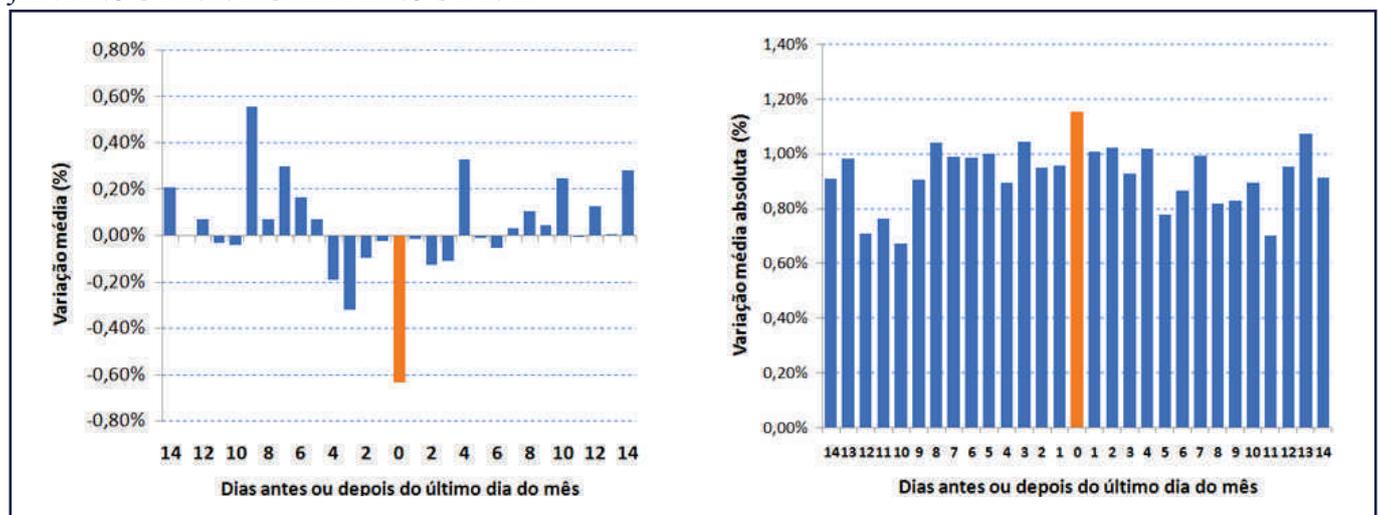
Com a posição exposta em Reais no mercado futuro, os Bancos, em nome próprio e de seus clientes em carteira de investimentos, atuavam no mercado de juros, usufruindo do diferencial entre os juros aplicados no Brasil e os juros no país de origem do capital investido. A cada período contratual de curto prazo rolavam as suas posições e seguiam lucrando nesta arbitragem, até que diante do volume acumulado de operações de “carry trade” no mercado futuro, as “brigas de PTAX” se acirraram a cada final

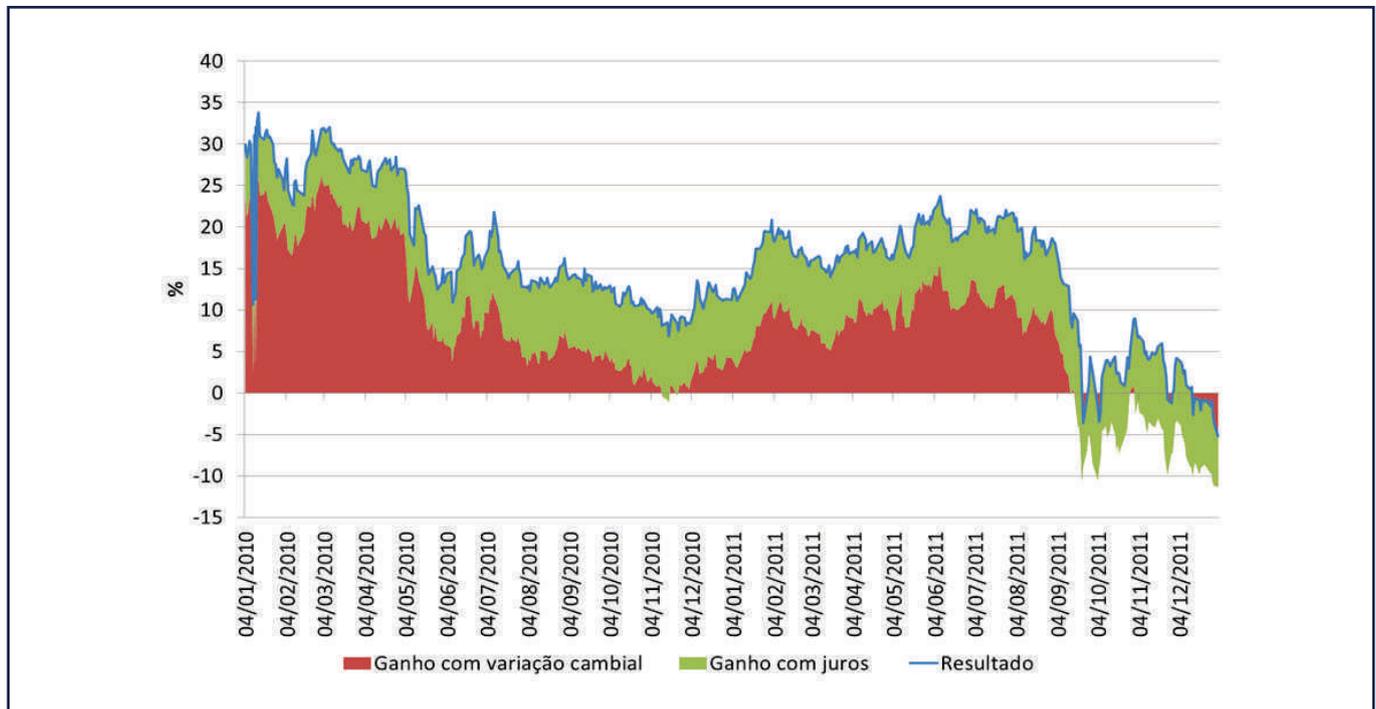
de mês por ocasião da rolagem dos contratos. PTAX é a denominação da taxa oficial de câmbio de referência do Banco Central do Brasil, a qual é utilizada em contratos financeiros e comerciais, inclusive como referência nos contratos de mercado futuro na B3. Por isto sua importância nesta negociação dos contratos de “carry trade”.

De repente percebia-se a hipertrofia do mercado futuro de câmbio em relação ao mercado primário à vista. O mercado futuro tornara-se cinco vezes maior em valor diário transacionado, e portanto sua influência na formação da taxa PTAX era cada dia maior. Os *dealers* do Banco Central, quando consultados pela autoridade monetária sobre a taxa vigente naquele dia, apontavam a referência predominante do mercado futuro na B3. Diante da concentração das operações do mercado de câmbio nas mãos de poucos bancos, e dos expressivos ganhos especulativos pelos agentes que empreenderam operações de “carry trade” nesse período, milhares de investidores pelo mundo afora eram aconselhados pelos seus banqueiros a aplicarem parte de seus investimentos de curto prazo no “*highly profitable Brazilian carry trade market.*”

Para preservar os ganhos da arbitragem de juros, as taxas de câmbio de entrada e de saída dos contratos de curto prazo tinham de ser iguais ou muito próximas. Uma desvalorização do Real no período lhes causaria um prejuízo e uma sobrevalorização do Real um lucro adicional. Daí resulta as evidências a partir do segundo semestre de 2009 de um acirramento das “brigas por PTAX”, anormalidade do mercado que provoca uma valorização cambial excepcional no último dia do mês. Esta conhecida disputa entre comprados e vendidos em dólar ocorre usualmente

VARIAÇÃO MÉDIA DIÁRIA DA TAXA DE CÂMBIO (ESQUERDA) E VARIAÇÃO DIÁRIA MÉDIA DO MÓDULO DAS VARIAÇÕES CAMBIAIS DESCONTADAS A TENDÊNCIA (DIREITA) PARA O PERÍODO DE JANEIRO DE 2010 A DEZEMBRO DE 2012





no último dia do mês, véspera da liquidação dos contratos futuros. A variação média diária nesse período mostra o último dia do mês com um viés de valorização cambial, maior do que qualquer outro dia do mês.

O que se verificava com evidência gráfica por conta da valorização cambial e do diferencial de juros entre as aplicações em Real e em Dólar, era que as operações especulativas com a taxa de câmbio (“*carry trade*”) proporcionaram altos retornos aos investidores no período analisado (2010-2011).

Em princípio julgo legítimo, quando não necessário, o papel do especulador de mercado. Nada contra a legítima aposta especulativa que fazemos regularmente nas nossas crenças ao comprarmos ações, imóveis, ativos financeiros, sempre esperando que eles obtenham uma boa valorização ao longo do tempo. Nos mercados futuros de *commodities* ou de câmbio, a especulação é sempre bilateral, pois pressupõem outro apostador na direção oposta, dando liquidez ao mercado. Quando o movimento dito especulativo torna-se unilateral, ou seja, todos agentes concentram-se de um lado e de outro apenas a autoridade monetária (no caso o Banco Central do Brasil) proporciona liquidez ao mercado, na minha leitura passa a ser *manipulação do mercado*. E isto era o que nitidamente estava ocorrendo naquela altura.

Minha intuição dizia-me já em meados de 2011 que a taxa de câmbio PTAX, referência máxima de preço da economia brasileira, estaria sendo literalmente manipulada por

pouco mais de uma dezena de bancos nacionais e estrangeiros, através da coordenação de suas mesas de câmbio, para atingirem seus objetivos de valorização do Real a cada virada de mês na rolagem dos contratos. Na verdade, aquela altura, a “*briga da PTAX*” era para inglês ver, pois já tinha carta marcada e vencedor conhecido: os bancos.

Estava convicto desta situação, mas não tinha ainda provas concretas de que existiria por trás disto tudo um cartel organizado de operadores de câmbio, que por pura ganância, estariam proporcionando resultados bilionários para as instituições financeiras, e de outro lado causando um prejuízo bilionário para a economia brasileira e individualmente para cada exportador brasileiro que assistia em desespero a redução gradual de suas receitas de exportação a cada mês, por conta da taxa de câmbio sobrevalorizada, que resultava em menos Reais por Dólar vendido ao exterior.

Mas quem acreditaria na minha intuição, apesar dos dados estatísticos e gráficos da evolução recente da taxa de câmbio naquele período? Diriam que eu estava alucinado, que eu inventava uma teoria conspiratória contra os bancos, ou que nada entenderia do mercado de câmbio. Resolvi investir em duas frentes: a primeira frente seria de buscar agir como investidor em operações de “*carry trade*” para entender a dinâmica e investigar a atitude dos bancos de investimentos junto aos seus clientes. Outra frente seria a de escrever dois ou três artigos sobre a questão da sobrevalorização cambial e com isso tentar levantar suspeitas da manipulação da PTAX por um grupo de agentes financeiros.

A primeira iniciativa era simples e rápida: eu já conhecia alguns bons operadores de gestão de ativos em bancos de investimentos, um deles mais jovem, economista recém-formado, havia sido aluno de meu irmão Eduardo poucos anos antes no Insper, e era muito inteligente. Acabava de ser empregado por um dos principais bancos de investimentos estrangeiros com forte atuação no Brasil e escritório na Faria Lima em São Paulo, a cinco minutos a pé de meu escritório.

“Por que não havia pensado nisto antes?” perguntei a mim mesmo enquanto caminhava para o escritório do banco numa suntuosa torre de mármore, aço, e vidros escuros. Lá chegando este rapaz e um outro *officer* da instituição financeira me receberam com muita cortesia e logo afirmei que gostaria de fazer uma aplicação financeira com eles. Perguntei se a operação de “*carry trade*” seria uma boa opção, e quais seriam os riscos e os resultados. Fingindo que eu pouco sabia a respeito, eles me deram uma verdadeira aula sobre a operação de “*carry trade*”, indicando riscos e vantagens em detalhes, apoiados por uma excelente apresentação em *powerpoint* que apresentava as margens de arbitragem de juros e de câmbio daquela operação. Estava tudo indo muito de acordo com meu roteiro mental, mas faltava explorar porque no último dia de cada mês invariavelmente ocorria um degrau abaixo na escala de sobrevalorização do Real frente ao Dólar?

Foi quando aí que a conversa começou a ficar mais interessante. Eles afirmaram que o risco de uma eventual desvalorização cambial na hora de rolagem dos contratos de câmbio futuro era muito remoto, pois inúmeros bancos importantes, nacionais e estrangeiros, atuavam naquela direção ao mesmo tempo, e ninguém queria perder dinheiro, ao contrário queriam mais, adicionando sempre na margem final da operação um *spread* de câmbio entre a taxa PTAX de entrada e de saída na rolagem a cada final de mês. Bingo! Perguntei em seguida sobre o volume de contratos, se estava crescendo ou caindo, e se haviam grandes investidores institucionais estrangeiros envolvidos neste tipo de operação?

A resposta me deixou ainda mais estupefato: não só o volume de contratos já era de mais de R\$20 bilhões por dia no mercado futuro de câmbio, como crescia exponencialmente desde 2009 por conta dos excelentes resultados financeiros obtidos, como viam chegar neste mercado alguns *players* muito relevantes e com muito capital, por exemplo, um dos fundos soberanos da República Popular da China. Pensei comigo: *O que? Um fundo soberano da China operando nos bastidores do mercado futuro de câmbio no Brasil com objetivo não de apenas de lucrar em cima de nossa disfuncionalidade macro-*

econômica, mas principalmente de sobrevalorizar o Real e assim tornar as importações chinesas cada dia mais baratas para o mercado brasileiro! Isto era nitroglicerina pura!

Logo me deu ansiedade de terminar a conversa. Fiz a última pergunta: como eu poderia abrir uma conta com eles e fazer uma aplicação em “*carry trade*”? Simples, me responderam. “*Abrimos uma conta sua na mesa de operações em Nova Iorque, o valor mínimo é de US\$1,0 milhão, este depósito fica bloqueado como garantia de margem de um limite de US\$10,0 milhões que abriremos e iremos operar em seu nome no mercado futuro de câmbio da B3. Com a alavancagem máxima de 10 vezes, o valor deste investimento lhe dará um resultado excepcional*”, me garantiram. Deram-me um *set* de documentos para examinar e assinar, me despedi e voltei correndo para meu escritório já no cair da noite. Ainda dava tempo para um telefonema muito importante naquela mesma noite.

Chegando de volta ao meu escritório, ainda afobado com aquelas informações, logo pedi uma ligação urgente para Brasília, e em menos de cinco minutos meu interlocutor atendia do outro lado da linha: “*Ministro Guido Mantega, lembra-se de quando conversamos uns dias atrás sobre a sobrevalorização cambial e o prejuízo para os exportadores brasileiros? Pois eu descobri um dos responsáveis de promover esta sobrevalorização através do mercado futuro de câmbio. V. está sentado?*”.

O Ministro Guido Mantega percebendo minha exaltação, respondia em monossílabos: “*Sim, diga logo, de quem você está falando?*”. Minha resposta foi imediata: “*Do Fundo Soberano da China....!*”. Expliquei de como havia descoberto este fato, e ficamos ambos perplexos por alguns minutos comentando daquela absurda situação, quando ele então deu o sinal de que encerraria a conversa: “*Amanhã sigo para a reunião do G-20 no exterior e vou comentar e reclamar com o Ministro da Economia da China sobre esta situação. Na próxima semana venha a Brasília e falaremos pessoalmente sobre isto aqui no Ministério*”.

No dia 7 de Julho de 2011 a primeira página do Correio Braziliense estampava a manchete que vinha da Agencia France Presse de Paris: “*Guido Mantega acusa a China de manipular sua moeda*”. E na entrevista afirmava em alto e bom som: “*Não só a China manipula sua moeda, mas também as moedas de outros países, e o Brasil critica veementemente todas as manipulações de moedas, que estão dando origem a uma verdadeira guerra cambial. Estamos tomando todas as medidas contra a supervalorização do Real. Mas ainda não posso detalhá-las porque anda é surpresa. Me aguardem.*”, terminando a entrevista. Neste dia a taxa de câmbio estava no seu nível mais baixo nos

últimos anos: R\$1,55 por Dólar, a “guerra cambial” era uma realidade concreta no Brasil e fazia mortos e feridos no mundo empresarial.

Para o Ministro Mantega, a elevada taxa básica de juros brasileira (SELIC), naquele momento a 10,75% ao ano, favorecia intensamente aos investidores estrangeiros, cada vez mais atraídos pelos altos rendimentos de suas aplicações no país. Ele citou na sua entrevista, por exemplo, o Japão. *“A taxa de juros lá é muito baixa, de 0,5% a 1%. Um poupador japonês toma o dinheiro lá emprestado, vem aqui, aplica a 10,75% e ganha a diferença. Isso pode ser feito em dólares, ou em outras moedas”*, criticou. O Ministro tinha perfeita noção do grave prejuízo à economia nacional que esta disparidade cambial causava e sabia que era imprescindível combatê-la da melhor forma possível.

Concluiu sua entrevista naquele dia com esta afirmação: *“Nós estamos preocupados em não permitir que o Real se valorize mais do que já está por conta de manipulação cambial e não vamos permitir assim que se prejudique ainda mais os exportadores brasileiros nem aqueles que produzem para o mercado local, que passa a ter concorrência a preços muito baixos dos importadores”*, afirmou.

Logo após o retorno do Ministro Guido Mantega ao Brasil, realizamos uma reunião em seu Gabinete em Brasília e o que se propunha era uma alíquota de IOF (Imposto sobre Operações Financeiras) sobre as posições vendidas de Real no mercado futuro de câmbio. Isto estava na alçada do Conselho Monetário Nacional (CMN) e poderia ser tomada imediatamente sem demora nem burocracia, para pegar o mercado de surpresa e causar um prejuízo nas operações de *“carry trade”*. Concluímos avaliando que a maioria dos investidores era covarde e avessa ao risco, e iriam desmontar o carregamento das posições vendidas de Real no mercado futuro de câmbio a partir deste anúncio. Parece que o Ministro Mantega gostou daquela sugestão e de pronto concluímos a reunião.

No dia seguinte lá estava a decisão do CMN na primeira página dos jornais, pegando muita gente de surpresa. A expectativa era de que esta estratégia de fato funcionasse, e daí veio minha outra tarefa de escrever artigos defendendo o implacável combate a sobrevalorização cambial imposta à economia brasileira pela manipulação cambial praticada pelos bancos. Inspirado pelos fatos e descobertas recentes, eu escrevi dois artigos que julgo terem causado algum impacto no mercado cambial, já que como economista, ex-Secretário Executivo da CAMEX, e Diretor da FIESP, minha opinião era alvo de atenção de operadores de comércio exterior, de câmbio, e de autoridades do Governo.

“

Pensei comigo: O que? Um fundo soberano da China operando nos bastidores do mercado futuro de câmbio no Brasil com objetivo não de apenas de lucrar em cima de nossa disfuncionalidade macroeconômica, mas principalmente de sobrevalorizar o Real e assim tornar as importações chinesas cada dia mais baratas para o mercado brasileiro! Isto era nitroglicerina pura!

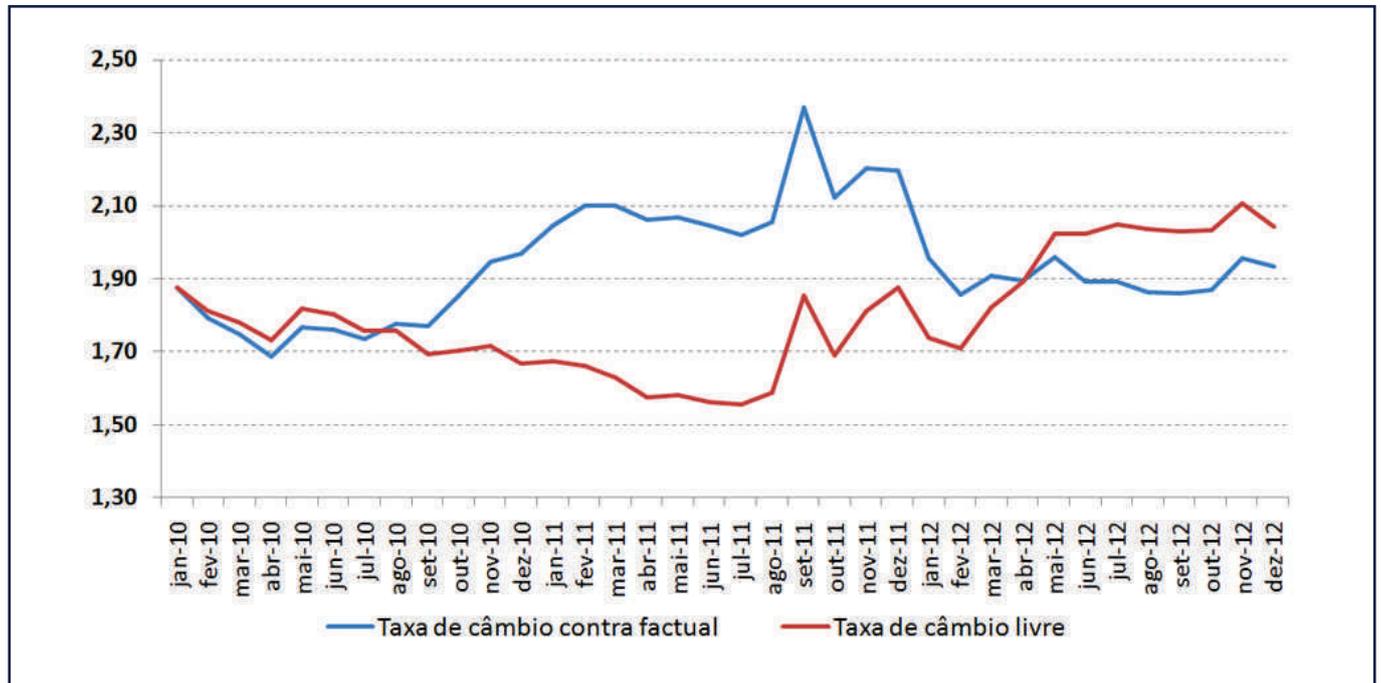
”

O primeiro artigo foi publicado na Folha de São Paulo no dia 8 de Agosto de 2011 tinha o provocativo título de “Mitos e Mistérios do Mercado de Câmbio no Brasil”. Dias depois da publicação deste artigo recebo um telefonema do então presidente da FIESP, Paulo Skaf, preocupado com a repercussão de meu artigo e dos rumores de que teria sido eu quem sugeriu a taxação de IOF na posição vendida de Real no mercado futuro de câmbio, e que isto teria afetado drasticamente o volume de operações na então BM&F, a ponto que seu presidente e diretoria haviam solicitado uma reunião no Conselho Superior de Economia da FIESP para debater o assunto, e obviamente eu deveria estar presente para me defender, e defender a FIESP e a indústria brasileira.

O Conselho Superior de Economia da FIESP era então presidido por ninguém menos que o ex-Ministro da Fazenda Antônio Delfim Netto, que além de ser meu amigo pessoal, havia sido meu professor na Faculdade de Economia da USP nos anos 60. Sabia de antemão de sua posição como economista de primeiro time, sempre defensor de um regime de livre flutuação cambial, mas disposto a intervir pela ação da autoridade monetária para evitar sub e sobrevalorização cambial e suas consequências nefastas no setor produtivo da economia.

Preparei a reunião com empenho e fui acompanhado de meus dois gurus em matéria cambal: Emilio Garofalo e Pedro Rossi. Creio que nos saímos muito bem, rebatemos com destreza todas as críticas e no final ganhamos o apoio do Professor Delfim Netto e os aplausos dos demais presentes. Só os Diretores da BM&F que obviamente não gostaram nada de nossa apresentação e dos argumentos a favor das medidas adotadas dias antes pelo CMN.

TAXA DE CÂMBIO OBSERVADA E TAXA DE CÂMBIO CONTRA FACTUAL



O fato é que após as iniciativas do Governo Federal através do CMN, como também os artigos e atitudes da FIESP na defesa da indústria brasileira, a taxa de câmbio iniciou um processo de desvalorização do Real, por conta da desmontagem das posições de “carry trade” sob a ameaça explícita de novas taxações de IOF e eventual prejuízo a seus investidores.

No final de 2014, apesar da instabilidade política no Brasil durante as eleições presidenciais, a situação cambial parecia sob controle, mas ainda havia muita tensão no ar entre as lideranças da indústria e do setor financeiro, que reclamava pelo fato de terem perdido aquele filão de ouro no mercado futuro de câmbio. Na minha mente ainda subsistia a certeza de que havia um cartel articulado de operadores de câmbio das instituições financeiras que estaria por trás de toda aquela intervenção espúria e ilegal que por mais de cinco anos teria agido na manipulação da taxa PTAX por pura ganância, visando apenas seus bônus de desempenho, sem se dar conta do mal e do prejuízo que estavam causando ao país, a milhares de empresas, e a milhões de pessoas. Saberiam os dirigentes destas instituições financeiras do que ocorria nos bastidores das operações de suas mesas de câmbio? Estariam eles coniventes com estas práticas criminosas a luz da legislação de direito econômico? Ou simplesmente fingiram não ver de onde vinham lucros tão generosos para si e seus clientes?

Pensei que nunca conseguiria saber ao certo as respostas a estas indagações até que um dia, numa manhã como as

outras em Julho de 2015, o telefone toca na minha mesa e sou avisado que o presidente do CADE – Conselho Administrativo de Defesa Econômica – Vinicius Marques de Carvalho gostaria de falar comigo. Atendi a ligação e o presidente do CADE, a quem não conhecia pessoalmente, foi muito simpático, se apresentou, disse que tinha um assunto muito importante para falar comigo, mas foi evasivo, não deu nenhuma pista, e me convidou a ir até aquele órgão em Brasília em data e horário de minha conveniência. Fiquei surpreso e curioso com aquele chamado e no dia seguinte já estava lá na porta de seu gabinete na sede do CADE. Ele adentrou a sala com mais dois ou três assessores de sua confiança, e disse que iria tratar de um assunto ainda muito sigiloso, e que trazia ao meu conhecimento porque precisava de minha colaboração. Con senti em manter sigilo e na medida do possível colaborar com o CADE, mesmo desconhecendo qual era o assunto.

Sua primeira pergunta logo fez revelar aonde aqueles dirigentes do CADE queriam chegar: “Por que o Sr. publicou vários artigos contundentes em 2011 sobre a questão cambial insinuando que haveria uma manipulação da taxa de câmbio no mercado brasileiro?”. Antes de responder, fui eu que perguntei: “Mas por que Vs me chamam aqui no CADE em Brasília para fazer esta pergunta?”. Foi quando fui informado que o CADE estava às vésperas de iniciar um processo de investigação sobre a manipulação do mercado de câmbio por 15 instituições financeiras estrangeiras e 30 pessoas físicas, logo após uma delas ter assinado um Acordo de Leniência para

entregar provas da prática do crime entre 2009 e 2011. Segundo ele me afirmou, pouco ainda poderia ser dito a respeito, até pela complexidade e especificidade do tema. Mas que muitas provas e evidências foram entregues aos dirigentes do CADE provando que essas instituições teriam se coordenado para influenciar índices de referência dos mercados cambiais, por meio do alinhamento de suas compras e vendas de moeda. Os efeitos do cartel atingiram as taxas do Banco Central (PTAX), da WM/Reuters e do Banco Central Europeu (BCE). Foram encontrados indícios adicionais de práticas anti-competitivas de compartilhamento de dados comercialmente sensíveis sobre o mercado de câmbio, como informações sobre negociações, contratos e preços futuros; ordens de clientes; estratégias e objetivos de negociação; posições confidenciais em operações e ordens específicas; e o montante de operações realizadas (fluxos de entrada e saída).

Minha expressão de surpresa intrigou a turma do CADE: “*Mas pelo que depreendi dos seus artigos de 2011, o Sr. parecia saber disto tudo? Por que esta surpresa?*”. Sim, disse que tinha convicção de que havia esta orquestração de um grupo de operadores de câmbio agindo regularmente no mercado futuro de câmbio e lhes relatei com pormenores tudo que sabia até ali naquele instante. Só não tinha provas do crime cometido, e por isto, de forma responsável, permanecia calado sobre aquele assunto. Conte inclusive das minhas conversas com o Ministro Guido Mantega e da descoberta da presença do Fundo Soberano da China no mercado de câmbio brasileiro.

Veio então o pedido de colaboração que eu imaginava deveria ter sido o motivo de minha convocação para aquela audiência. Confirmei de imediato que iria colaborar e que traria comigo dois especialistas que sabiam muito mais do que eu sobre a matéria, para trazer seus conhecimentos e apoio a investigação do CADE. Voltei de Brasília para São Paulo já convocando meus companheiros Emilio Garofalo e Pedro Rossi para me encontrarem urgentemente no dia seguinte. Começava ali outro empolgante capítulo desta fantástica história.

No dia seguinte logo cedo recebi uma ligação aflita do Emilio, dizendo que havia uma nota oficial do CADE sendo divulgada nas mídias que afirmava que estava sendo iniciada formalmente uma investigação de formação de cartel e práticas ilícitas no mercado de câmbio *offshore* (no exterior) envolvendo 15 instituições financeiras que eram: Banco Standard de Investimentos, Banco Tokyo-Mitsubishi UFJ, Barclays, Citigroup, Credit Suisse, Deutsche Bank, HSBC, JP Morgan Chase, Merrill Lynch, Morgan Stanley, Nomura, Royal Bank of Canada, Royal Bank of Scotland, e Standard Chartered. A inves-

tigação havia sido instalada a partir de provas entregues pelo banco suíço UBS, após terem assinado um Acordo de Leniência. Com isso, o UBS ficaria livre de punições. Os demais bancos poderiam ser condenados a pagar multas que podem ser arbitradas pelo CADE de 0,1% a 20% do faturamento nas operações de câmbio.

Organizamos informalmente um curso intensivo de câmbio para os investigadores do CADE, na sua maioria advogados de formação acadêmica com especialização em direito econômico e concorrência, pouco versados em matérias cambiais. Creio que aprenderam rapidamente, fizeram muitas perguntas, tomavam notas de tudo, e até pediram nosso consentimento para gravarem certas explicações sobre os mecanismos do mercado de câmbio. Entendemos que a operação seria dividida em duas fases: a primeira envolvendo os 15 bancos estrangeiros, que já havia sido anunciada publicamente, visando apenas às operações *offshore*, ou seja, praticadas no exterior, mas envolvendo transações cambiais com a moeda nacional Real e com clientes domiciliados no Brasil e no exterior. A segunda ainda mais atrasada, em estágio preliminar de investigação, seria focada nas operações *onshore*, ou seja, no mercado brasileiro de câmbio, aí sim envolvendo também as instituições brasileiras e o mercado futuro de câmbio na BM&F.

As investigações estavam focadas principalmente nos conteúdos de conversas em salas de bate-papo com nomes como “*The Cartel*” (O Cartel). Os investigadores descobriram mensagens nas quais os operadores brincavam sobre sua capacidade de influenciar as taxas de câmbio e pareciam compartilhar de forma inapropriada informações com os concorrentes. Por este motivo desde 2012 bancos como o RBS, Barclays, UBS, J.P. Morgan e Citigroup haviam decidido suspender os operadores em conexão com a investigação sobre transações cambiais e o uso reservado de salas de *chat* pelas suas mesas de operação. Conversas grosseiras e potencialmente ilegais nessas salas de bate-papo não era uma preocupação nova para os bancos. As comunicações via *chat* já tinham lugar de destaque em uma investigação de cinco anos antes sobre a manipulação da *London Interbank Offered Rate*, ou Libor, que resultou em multas de bilhões de dólares aos bancos envolvidos.

O escândalo do início das investigações pelo CADE causou reações mais diversas em diferentes ambientes. A mídia brasileira deu destaque em primeira página, vários artigos foram escritos por jornalistas de primeiro time, autoridades constrangidas foram entrevistadas, e no Congresso Nacional logo foi instalada uma Audiência Pública no Senado por requerimento do Senador

Ricardo Ferraço (PSDB/ES). Foram convocados representantes do setor privado, nomeadamente FEBRABAN (Federação Brasileira de Bancos), AEB (Associação de Comércio Exterior do Brasil), e FIESP, além de representantes do Banco Central do Brasil, do próprio CADE, e do Ministério da Justiça. Obviamente a FEBRABAN não compareceu, o Diretor do Banco Central negou qualquer indício de manipulação cambial e que as rígidas regras regulatórias de supervisão do mercado de câmbio no Brasil impediam qualquer tentativa de influenciar a formação da PTAX e por aí afora. Já o presidente da AEB e eu pela FIESP demos conhecimento aos parlamentares de nossas impressões sobre o potencial de manipulação da taxa PTAX e os prejuízos que haviam sido causados a indústria brasileira em geral e aos exportadores em geral. O representante do CADE por razões de ofício e de sigilo foi bastante comedido na sua apresentação e nada acrescentou de novo.

O importante desta audiência pública foi de que ali nasceu o consenso de que além do processo público já em curso pelo CADE, havia motivo mais do que justo para instalação de outro processo de natureza indenizatória e de ação coletiva, desta vez na esfera privada, por iniciativa da AEB, representando o universo de seus Associados e todos os exportadores brasileiros que foram indiretamente lesados na sua atividade exportadora por conta da sobrevalorização cambial gerada pela manipulação da PTAX pelos bancos nacionais e estrangeiros envolvidos no processo de cartelização pelo CADE.

Segundo a Lei Antitruste, em seu art. 47, “é garantido aos prejudicados por infrações à ordem econômica o direito de ação civil para obter o ressarcimento pelas perdas e pelos danos sofridos”. Esse direito é garantido tanto aos particulares que se sentem prejudicados quanto ao Ministério Público na tutela dos interesses difusos. A aula de Direito de Defesa Econômica veio a calhar naquele momento. Para obter a reparação civil por danos concorrenciais, devem ser satisfeitos os requisitos previstos no caput do art. 927 do Código Civil: “i) o ato praticado deve configurar ilícito; ii) deve ocorrer dano; e iii) é preciso que exista nexo de causalidade entre a conduta e o dano.” Ademais, a regra adotada por nosso ordenamento jurídico é a de que a responsabilidade civil é subjetiva, isto é, só há responsabilidade se restar comprovado dolo.

De acordo com nosso parecer não deveria haver maiores celeumas quanto à aplicabilidade do Código Civil para responsabilização das instituições financeiras nos casos de reparação civil por danos concorrenciais, haja vista que a responsabilidade civil se distancia do que seria concernente à “estrutura” do sistema financeiro. Ora,

se o STF reconhece a aplicação do Código de Defesa do Consumidor, o qual prevê espécie de responsabilidade civil, às instituições financeiras, não parece exagero admitir o emprego no art. 927 do Código Civil neste caso específico. Ademais, o direito de reparação é garantia constitucional decorrente do inciso XXXV do art. 5º: “a Lei não excluirá da apreciação do Poder Judiciário qualquer lesão ou ameaça a direito.” Ficava bem entendido que neste tipo de processo era preciso provar o crime (ação em conluio por um grupo de agentes para influenciar ou determinar um preço, no caso a taxa de câmbio), o nexo causal (o efeito desta ação ilícita sobre o reclamante), e o tamanho do dano sofrido (no caso o efeito da sobrevalorização cambial ocorrida na receita de exportação do reclamante). Não pairava dúvidas: eram evidentes os elementos básicos deste processo e que caberia sim uma ação coletiva em nome de centenas ou milhares de exportadores prejudicados pela atividade ilícita dos bancos.

Depois de conversas com muitos notáveis juristas brasileiros, foi escolhido um especialista em Direito Econômico e ações contra cartéis, o jovem e brilhante advogado Bruno Maggi, que imediatamente abraçou a causa, pressentindo ali não apenas a chance de uma retumbante vitória jurídica, mas principalmente a reparação de um gigantesco dano causado pelos bancos aos seus próprios clientes, milhares de empresas exportadoras brasileiras de grande, médio, e pequeno porte, de vários segmentos da indústria, e de várias regiões do país, todas elas vítimas anônimas do crime de cartel praticado irresponsavelmente pelos bancos de 2009 a 2011 segundo a investigação do CADE.

No dia 7 de Dezembro de 2016 um novo processo é instaurado pelo CADE, desta vez envolvendo 11 instituições financeiras no Brasil e se referindo ao mercado de câmbio *onshore* aqui já referido. Neste segundo processo o CADE deu sequência as investigações que apuravam indícios de práticas adotadas por instituições financeiras no Brasil para manipular as cotações do Real com o Dólar, desta feita agindo em conluio no mercado futuro da B3, fixando taxas que iriam lhes proporcionar maiores lucros nas rolagens de contratos futuros de câmbio a cada final de mês. No inquérito do mercado *onshore*, muito embora as provas da atuação do Cartel fossem robustas, de início, num pacto de silêncio, nenhuma instituição havia firmado até então qualquer compromisso de leniência com o órgão, na expectativa de que seria uma admissão antecipada de culpa.

Nesse caso, estavam sendo investigados os bancos BBM, BNP Paribas, BTG Pactual, Citi, HSBC (hoje, parte do Bradesco). Com menor intensidade, ABN Amro Real (hoje Santander), Fibra, Itaú Unibanco, Santander e

Société Générale. Há ainda pessoas físicas entre os investigados pelo CADE - sobretudo, operadores que atuavam no mercado de câmbio. Entre pessoas físicas e jurídicas, no total eram 29 envolvidos. Quando iniciou a investigação, o CADE via evidências de fixação de níveis de preços (spread cambial); coordenação na compra e venda de moedas e propostas de preços para clientes; além de imposição de dificuldades para atuação de outros operadores no mercado de câmbio envolvendo a moeda brasileira.

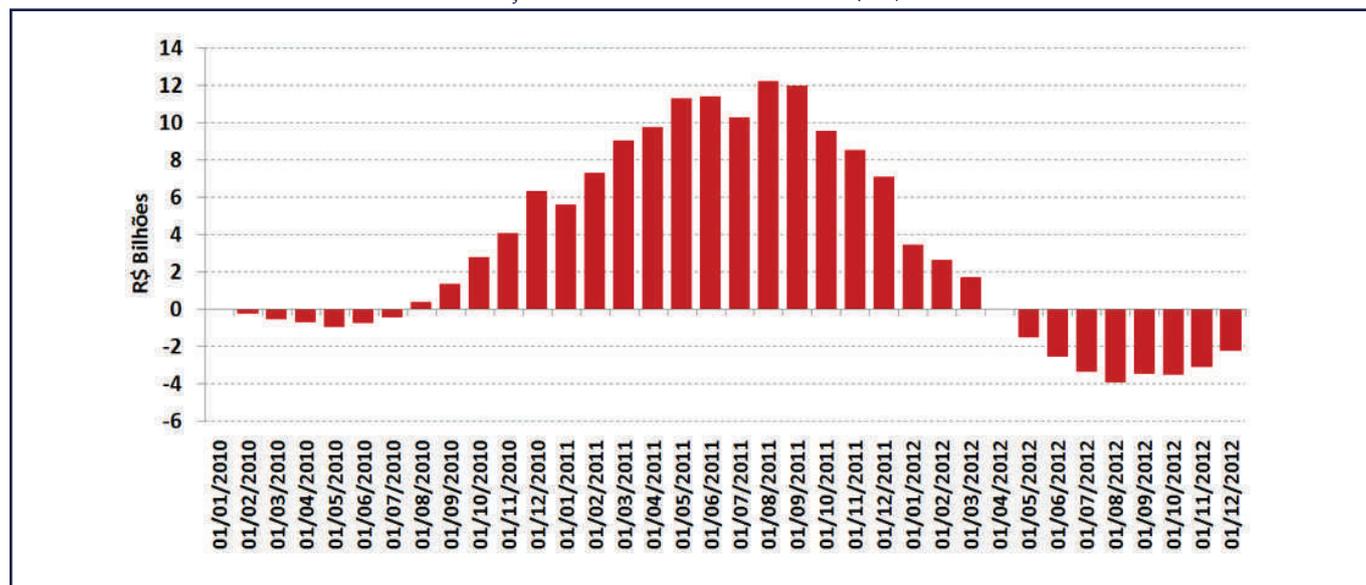
Já em Maio de 2022 o CADE homologou mais dois Acordos com as unidades brasileiras dos bancos Citibank e Société Générale em um caso relativo a um esquema de manipulação de taxas de câmbio no país. O Citibank se comprometeu a pagar R\$71,6 milhões e o Société Générale vai pagar R\$5,57 milhões, segundo fontes do CADE. A esta altura não se discute mais dois pontos do processo civil de indenização coletiva, que são: a existência do Cartel está mais do que comprovada pelo próprio testemunho de vários indivíduos participantes e das instituições financeiras que assinaram Acordos de Leniência, idem o óbvio nexa causal das atividades do dito Cartel com o efeito da subtração da receita exportadora das empresas reclamantes.

Nos dois casos a AEB foi prontamente admitida pelo CADE como terceira parte interessada (*“amicus curi”*), o que lhe permitiu desde então um acompanhamento privilegiado dos processos em curso. Para instruir o processo *onshore* faltava calcular um fator fundamental para a correta instauração do processo judicial. Trata-se da dimensão do dano causado aos exportadores brasileiros. Para isto era preciso realizar uma complexa análise

contra factual que considerasse qual seria a taxa de câmbio se não houvesse o acúmulo de posições vendidas dos bancos no mercado à vista, expurgando outros fatores exógenos que viessem também a influenciar simultaneamente a formação da taxa PTAX a cada momento naquele período de tempo (2007 – 2011).

Um time de economistas foi contratado pela AEB, sob a coordenação do Professor Pedro Rossi. Obtivemos com precisão as séries históricas de exportações e importações brasileiras, dia a dia, fornecidas pela SECEX – Secretaria de Comércio Exterior do Ministério de Desenvolvimento Indústria e Comércio Exterior, das taxas PTAX diárias fornecidas pelo Banco Central do Brasil, e nos pusemos em marcha para calcular com melhor precisão possível aqueles valores que instruiriam o processo da AEB. Sabíamos de antemão que o número seria gigantesco e que poderia causar descrença junto ao público, mas era a conta que deveria ser feita com profissionalismo e responsabilidade. Para nosso espanto, o relatório final elaborado e assinado pela equipe mostrava que, em Julho de 2011, a taxa real observada estava 31% mais valorizada do que a taxa de contra factual, o que representava 49 centavos de Reais por Dólar. Considerando a diferença entre a taxa de câmbio observada e taxa de câmbio contra factual e descontadas as importações das empresas exportadoras, tem-se a perda líquida de receita dos exportadores. No período que vai de Fevereiro de 2010 a Dezembro de 2011, a perda de receita média dos exportadores foi de R\$ 5,2 bilhões por mês, totalizando R\$110,58 bilhões (*sic!*) durante os 21 meses que compõem o período. Nos meses de maio a setembro de 2011, a perda passava dos R\$ 10 bilhões por mês!

.....
PERDA DE RECEITA MENSAL EM PREÇO DOS EXPORTADORES (R\$)



Nos últimos anos, centenas de empresas exportadoras reunidas sob a égide da AEB em ação coletiva, entraram na Justiça para tentar evitar a prescrição do prazo no objetivo de cobrar uma justa indenização de bancos brasileiros e estrangeiros investigados pelo CADE. Os bancos envolvidos logo foram devidamente notificados, reuniram-se com as melhores bancas de advogados do país, e apresentaram respectivamente suas defesas e contra-argumentações tanto ao CADE como à Justiça Federal, mas ainda não houve até o momento qualquer pronunciamento conclusivo nos dois processos, que correm em sigilo. Os advogados que estão na defesa dos bancos avaliam que, no caso do mercado local, o inquérito deve ser concluído antes do fim de 2023.

A leitura dos especialistas é que a leniência, ao representar admissão de culpa, tornaria os bancos mais expostos a pedidos de indenização por parte das empresas exportadoras que se sentiram lesadas pela subtração da receita de exportações a época, sob um forte efeito de sobrevalorização do Real causado pelas práticas ilícitas do dito Cartel. Ao mesmo tempo, há instituições que alegam não ter encontrado nenhuma prática indevida internamente.

Alguns bancos estrangeiros, no entanto, ainda negociam acordos de leniência e de ajuste de conduta com o CADE, seja como uma atitude protelatória para uma decisão final daquela Agência reguladora da concorrência, seja mesmo para mitigar os prejuízos que admitem poderão vir a ocorrer diante de uma causa que no íntimo já consideram como perdida. Ainda há os que tentam enveredar pela nulidade do CADE em promover esta investigação de cartelização dos operadores de câmbio, afirmando que a competência para tal feito seria do BCB.

Ademais, especificamente no que diz respeito ao mercado de câmbio, a própria Resolução nº 3.568 do CMN dispõe sobre a punição de condutas congêneres às infrações à ordem econômica:

Art. 22. Sujeitam-se os agentes autorizados a operar no mercado de câmbio às sanções previstas na legislação e regulamentação em vigor para a compra ou a venda de moeda estrangeira a taxas que se situem em patamares destoantes daqueles praticados pelo mercado ou que possam configurar evasão cambial, formação artificial ou manipulação de preços. (Grifo nosso)

Como equacionar essa antinomia? Afinal, a tutela da concorrência no sistema financeiro seria uma competência do BCB ou do CADE, ou, ainda, de ambos, de maneira complementar? Sem uma sinalização do órgão regulador de que de fato houve a formação e atuação de um Cartel e que a manipulação da taxa de câmbio resultou em prejuízos significativos para as empresas exportadoras, a interpretação que vem prevalecendo nos bancos é que não há o que fazer, neste momento, em relação às ações judiciais. Lembrando ainda que o CADE iniciou a investigação sobre o Cartel de câmbio no mercado local em dezembro de 2016, diante das fortes e inequívocas evidências obtidas à época no curso das investigações *offshore*.

A história do Cartel de Câmbio ainda não havia terminado quando escrevi este livro em Dezembro de 2022, mas certamente novos capítulos desta desafiante novela virão em breve. Tenho convicção no seu desfecho favorável aos exportadores brasileiros. Só nos resta agora esperar.

