

GRUPO II – CLASSE VII – PLENÁRIO

TC-012.015/2003-0 (c/ 7 volumes)

Natureza: Representação

Entidade: Banco Central do Brasil – Bacen

Interessado: Tribunal de Contas da União

Sumário: REPRESENTAÇÃO. POLÍTICA CAMBIAL. **SWAPS. HEDGE.** ILEGITIMIDADE. ILEGALIDADE. INSTRUMENTO DE POLÍTICA MONETÁRIA. VALORIZAÇÃO DO DÓLAR NORTE-AMERICANO. OPERAÇÃO DO BANCO CENTRAL COM INSTITUIÇÃO NÃO-FINANCEIRA. VIOLAÇÃO A ACORDO FIRMADO COM O FMI. IMPROCEDÊNCIA. ARQUIVAMENTO.

1. Atribuída missão a determinado órgão, a ele são conferidos os meios e instrumentos necessários ao seu cumprimento.
2. A Lei n.º 4.595/64, por meio do art. 12, quis vedar as operações de crédito/bancárias em concorrência com as instituições financeiras.

RELATÓRIO

Trata-se de representação da 2ª Secretaria de Controle Externo acerca da atuação do Banco Central do Brasil no uso dos instrumentos de política cambial. De acordo com o Analista representante, tornou-se “*necessária a verificação da legalidade e legitimidade das ações do Banco Central na condução da política cambial bem como a influência de suas ações no agravamento da crise [financeira de natureza cambial que acometeu a economia brasileira no 2º semestre de 2002]*”.

2. A Unidade Técnica promoveu, inicialmente, diligência, por meio da qual foi solicitado do Banco Central o envio de dados relativos ao endividamento do Banco Central, vedado pelo art. 34 da LRF, a operações de **swap** cambial, a operações com títulos cambiais de emissão do Tesouro Nacional, a intervenções no mercado de câmbio, entre outros.

3. De posse dos dados e informações encaminhadas pelo Banco Central, o Analista Rodrigo Caldas Gonçalves produziu a instrução de fls. 19/60, que, pela qualidade, merece ser reproduzida:

“1. Introdução

Trata-se de representação formulada pela 2ª Secretaria de Controle Externo, 1ª Divisão Técnica, do Tribunal de Contas da União, em razão de ações praticadas pelo Banco Central do Brasil que, em princípio, ferem as disposições da Lei n.º 4.595/64, Lei de Reforma Bancária, e da Lei Complementar n.º 101/2000, Lei de Responsabilidade Fiscal.

1.2. Em virtude da crise financeira de natureza cambial que acometeu a economia brasileira no ano de 2002, principalmente no decorrer do 2º semestre de 2002, quando a cotação do dólar norte-americano elevou-se de R\$ 2,30 para valores próximos a R\$ 4,00, em menos de 6 (seis) meses, a 2ª Secretaria de Controle Externo, em especial a 1ª Divisão Técnica, cuja clientela abarca o Banco Central do Brasil, decidiu investigar as razões para tal desvalorização cambial que, aparentemente, não condizia com os fundamentos macroeconômicos da economia brasileira, situação amplamente apregoada pela imprensa especializada, pelo Ministério da Fazenda e pelo próprio Banco Central.

1.3. No bojo da investigação das possíveis causas da desvalorização cambial, avaliando os impactos financeiros decorrentes, considerou-se necessária, também, a verificação da legalidade e legitimidade das ações do Banco Central na condução da política cambial, bem como a influência de suas ações no agravamento da referida crise que, a princípio, culminou em grave dano ao Erário.

1.4. Tal dano decorreu, não só da existência de parcela da Dívida Pública corrigida pela variação cambial mas, também, da existência de instrumentos financeiros (**swap** e títulos cambiais) de sua responsabilidade sendo negociados a taxas aviltantes, que alcançaram até 55,81% a.a., conforme expõe registro publicado pela BM&F - Bolsa de Mercadorias e Futuros (vol.3, fl. 420), comprovadas pelos registros do Bacen (vol. 3, fl.458).

1.5. No caso específico das operações de **swap**, torna-se necessária, também, a verificação da adequação dessas operações à Lei de Responsabilidade Fiscal, uma vez que acaba por obrigar pecuniariamente, no futuro, o Banco Central, revestindo-se com característica de endividamento, ainda que tecnicamente não seja, e de seguro, não estando prevista tanto na Lei Bancária quanto na Lei de Responsabilidade Fiscal, no que diz respeito à programação da despesa.

1.6. Outro ponto a ser verificado é a real exposição cambial do Bacen, que pode estar comprometendo sua capacidade de atuação, razão que consideramos como a principal motivadora da utilização dos **swaps**, e fomentando a desvalorização da moeda nacional, vindo a ocasionar novos prejuízos à União que, por exigência legal, é obrigada a aportar capital, na forma de títulos públicos, a fim de cobrir os prejuízos do Banco e evitar que seu Patrimônio Líquido ficasse descoberto.

1.7. Além disso, é importante avaliar os efeitos da intervenção do Bacen executada por meio do lançamento de títulos cambiais próprios e **swaps**, instrumentos que propiciaram ambiente seguro aos agentes de mercado cambial e promoveram desequilíbrio das forças desse mercado, ocasionando a depreciação acentuada da moeda nacional no período.

1.8. É pertinente lembrar que, em 1997, durante a chamada 'Crise Asiática', a crise financeira que atingiu os mercados emergentes do sudeste asiático com influências financeiras negativas globais, o Banco Central Tailandês utilizou operações de **swap** que, por pouco, não resultaram em insolvência da Autoridade Monetária, uma vez que mascararam a real situação das Reservas Internacionais e da capacidade de pagamento de compromissos, facilitando a formação de posições, no mercado, com objetivo de retirar capital a custos baixos, o que agravou a incompatibilidade, já em estado avançado, entre reservas e fluxo de saída.

1.9. Tal situação acabou ocasionando a prestação, às pressas, de socorro financeiro por parte do Fundo Monetário Internacional, o que veio acompanhado da imposição de toda a sorte de exigências àquele País.

1.10. *A partir desse caso, o FMI passou a desaconselhar o uso de derivativos como forma de implementação de política cambial, estando o Brasil, inclusive, proibido de utilizar tais instrumentos, devido às cláusulas de recente contrato de socorro financeiro feito junto à instituição, assinado após a crise cambial de 199,9 que culminou com a desvalorização do real, motivada, entre outros fatores, pela má utilização de derivativos.*

2. Base Legal

2.1. *Abaixo a legislação confirma os limites de atuação do Bacen, fornecidos pela Lei de Reforma Bancária, na condução de suas ações, bem como a competência do Conselho Monetário Nacional.*

'Lei n.º 4595/64

(...)

Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República:

(...)

V - Fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;

(...)

XVIII - Outorgar ao Banco Central da República do Brasil o monopólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação;

XIX - Estabelecer normas a serem observadas pelo Banco Central da República do Brasil em suas transações com títulos públicos e de entidades de que participe o Estado;

(...)

*XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.'*

2.2. *Toda a atuação do Bacen na execução da política cambial e monetária é normatizada e direcionada pelo Conselho Monetário Nacional.*

'Lei n.º 4.595/64

(...)

Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

(...)

XI - Efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;

(...)

Art. 11. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil;

III - Atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial;

(...)

V - Emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional;'

2.3. *A compra e venda de Títulos Públicos Federais é ferramenta de uso exclusivo para condução de política monetária, e não de política cambial (art. 10, XI). A política cambial deve ser feita por meio da compra e venda de ouro e moeda estrangeira, ou por meio de operações de crédito no exterior, não figurando a emissão de títulos corrigidos em moeda estrangeira entre as possibilidades (art. 11, III). Os títulos cambiais devem ser utilizados pelo Bacen, apenas, como ferramenta de política monetária e não como ferramenta para fornecimento de **hedge** contra volatilidade cambial, função essa (fornecimento de **hedge**) estranha às atividades do Bacen (art. 11, V), que acaba atuando como comprador de risco do mercado, atividade tecnicamente especulativa.*

2.4. *Existe, também, certa confusão entre o que a referida Lei considera **swap** e o entendimento atual deste derivativo, por conta da delimitação da competência do CMN, dada pelo art. 4^o, inciso XXXI, transcrito a seguir.*

*‘XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições;’ (grifos nossos)*

2.5. *O **swap** referido não é o mesmo tipo utilizado na operação de derivativo que vem sendo implementada pelo Bacen. Esse tipo é relacionado à troca de posições entre moeda nacional e estrangeira a ser efetivado no futuro, conhecido como **swap** de moedas, muito utilizado na década de 50, quando existia escassez de divisas para abastecer o comércio internacional.*

2.6. *De maneira diferente, o **swap** atualmente utilizado pelo Bacen prevê a troca de variação cambial por taxa de juros no mercado nacional. Convém lembrar que as operações de derivativos financeiros realizadas nesses moldes surgiram na Bolsa de Chicago – **Chicago Board of Trade**, no fim dos anos 70 e início dos 80, em função da crise de juros norte-americana, e a lei bancária brasileira é de 1965, cerca de 15 anos antes do desenvolvimento de tais instrumentos.*

2.7. *Dessa forma, não é adequado dizer-se que o CMN tem competência para baixar normas de **swap** no formato desejado pelo Bacen, simplesmente com fundamentação nesse artigo, pois são operações de naturezas diferentes.*

2.8. *Fortalecendo este entendimento, está a restrição das normas às operações de câmbio. Como é claro na descrição do **swap** que vem sendo realizado pelo Bacen, não existe operação cambial, pois não há pagamento em moeda estrangeira, depositada no exterior, e recebimento em nacional, ou vice-versa. A operação é executada somente em moeda nacional, utilizando-se da moeda estrangeira apenas como referencial para o cálculo da variação cambial, não sendo essa, de fato, transacionada, inabilitando-a para o enquadramento no referido inciso.*

2.9. *Outra situação que impõe dúvidas quanto à legalidade das operações **swap** é sua característica de ‘seguro de capital’. A característica de seguro dos derivativos é um conceito fundamental da utilização de tais instrumentos, tanto que sua motivação principal é a necessidade dos **hedgers**, que são aqueles que possuem posições que necessitam ser protegidas.*

2.10. *Ao assumir uma posição de **swap** cambial com o Bacen, a contraparte busca assegurar-se da variação cambial que venha a deteriorar sua posição em moeda nacional. De forma inversa, o Bacen assegura à contraparte que assumirá a variação cambial que ocorra em seu desfavor, prestando, de fato, um seguro contra a desvalorização da moeda nacional. Se, por outro lado, levássemos em conta que o Bacen não estaria assumindo posição de segurador, só restaria uma posição a ser assumida, a de especulador, o que seria uma atuação absurda e inaceitável.*

2.11. Não há, na Lei n.º 4.595/64 ou em outra legislação, dispositivo que autorize o Banco Central a atuar no ramo de seguros ou que o autorize a assumir posições de agente segurador de capital, muito menos a especular com variações cambiais, assumindo posições que podem dar muito lucro ou muito prejuízo.

2.12. A Lei Complementar n.º 101/2000 – Lei de Responsabilidade Fiscal – também estabelece limites de atuação para o Bacen, assim como a responsabilização do Tesouro Nacional pelo resultado negativo de suas operações.

‘Art. 7º O resultado do Banco Central do Brasil, apurado após a constituição ou reversão de reservas, constitui receita do Tesouro Nacional, e será transferido até o décimo dia útil subsequente à aprovação dos balanços semestrais.

§ 1º O resultado negativo constituirá obrigação do Tesouro para com o Banco Central do Brasil e será consignado em dotação específica no orçamento.

(...)

Art. 34. O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar.’

2.13. O artigo 34 tem por objetivo evitar o endividamento autônomo do Bacen por quaisquer meios, não somente a proibição de emissão de títulos. Dessa maneira, as operações de **swap** cambial, por envolverem a assunção de compromissos financeiros, assemelham-se com as operações que geram o endividamento autônomo, fundamentando a decisão de proceder-se a averiguação.

2.14. Na realidade, o **swap** não é dívida nem título mobiliário, mas representa um contrato que obriga os seus pactuantes pecuniariamente, podendo causar impacto fiscal negativo ao Bacen.

(...)

4. Relações entre Política Monetária e Política Cambial

4.1. Devido à relação de influência que a política monetária exerce sobre a política cambial e vice-versa, que acaba por gerar certa confusão entre os dois assuntos, tornam-se necessários os seguintes esclarecimentos.

4.2. Política monetária é, fundamentalmente, o controle da quantidade de moeda na economia, definida com mais abrangência por Alexandre Assaf Neto, *in* Mercado Financeiro, 4ª edição, Ed. Atlas, pgs. 43 e 45:

‘A política monetária enfatiza sua atuação sobre os meios de pagamento, títulos públicos e taxas de juros, modificando o custo e o nível de oferta do crédito. A política monetária é geralmente executada pelo Banco Central de cada país, o qual possui poderes e competência próprios para controlar a quantidade de moeda na economia.

O Banco Central administra a política monetária por intermédio dos seguintes instrumentos clássicos de controle monetário:

- a. recolhimentos compulsórios;
- b. operações de mercado aberto – **open market**;
- c. políticas de redesconto bancário e empréstimo de liquidez;

(...)

Podem ser relacionados os seguintes principais objetivos possíveis de ser alcançados pelas operações de mercado aberto, abordados também em Lopes e Rossetti [Economia Monetária, 7ª ed., 1997, Ed. Atlas, p. 264]:

- *controle diário do volume de oferta de moeda, adequando a liquidez da economia à programação monetária do governo;*
- *manipulação das taxas de juros a curto prazo (não só em decorrência do volume da oferta da moeda, como também das taxas pagas pelas autoridades monetárias em suas operações com títulos públicos negociados);*
- *permite que as instituições utilizem suas disponibilidades monetárias ociosas em diversas operações financeiras (aplicações) de curto e curtíssimo prazo;*
- *criação de liquidez para os títulos públicos, motivando as negociações com todos os demais títulos.'*

4.3. *Não há, portanto, referência a ações ou instrumentos vinculados ao câmbio, oriundos de políticas monetárias, apenas ao controle do volume de moeda nacional. Quando trata de política cambial, Assaf Neto, nas pgs. 50/51 afirma:*

'A política cambial está baseada na administração das taxas de câmbio, promovendo alterações das cotações cambiais e, de forma mais abrangente, no controle das transações internacionais executadas por um país. É fixada de maneira a viabilizar as necessidades de expansão da economia e promover seu desenvolvimento econômico.

Identicamente às demais políticas econômicas, a política cambial deve ser administrada, evitando-se conflitos com outros agregados macroeconômicos. Por exemplo, uma forte expansão das exportações pode promover, pela conversão de divisas em moeda nacional, um crescimento acentuado da base monetária, gerando pressões inflacionárias na economia e prejudicando o controle dos juros.

(...)

O Banco Central de um país deve adquirir moeda estrangeira e pagar em moeda nacional os exportadores de bens e serviços e os devedores que tenham obtido empréstimos no exterior'.

4.4. *Nesse ponto, o autor, dentro do contexto das demais políticas econômicas, define que a política cambial tem por objetivo a administração da cotação cambial por meio do controle das cotações (atuante ou não), das transações internacionais e da compra e venda de moeda estrangeira, sem desconsiderar os efeitos colaterais que outras políticas possam ter nessas cotações ou que as cotações possam ter na condução das demais políticas econômicas, sendo, portanto, diferente dessas.*

4.5. *Frederic Mishkin, in Moeda, Bancos e Mercados Financeiros, analisa a política monetária de modo diferente, como se conclui dos excertos das pgs. 285 e 287:*

'Objetivos da Política Monetária

*Seis objetivos básicos são continuamente mencionados pela equipe do **Federal Reserve** e de outros bancos centrais quando eles discutem os objetivos da política monetária: (1) alto nível de empregos, (2) crescimento econômico, (3) estabilidade de preços, (4) estabilidade da taxa de juros, (5) estabilidade dos mercados financeiros e (6) estabilidade nos mercados de câmbio estrangeiro.*

(...)

Estabilidade nos Mercados de Câmbio Estrangeiro

(...)

(...) uma elevação no valor do dólar torna as indústrias americanas menos competitivas em relação às no exterior, e quedas no valor do dólar estimulam a inflação nos Estados Unidos. (...) Estabilizar movimentos extremos no valor do dólar em mercados de câmbio estrangeiros é portanto visto como um objetivo importante da política monetária.'

4.6. *O ponto de vista apresentado pelo segundo doutrinador, embora pareça conflitante com o do primeiro doutrinador, ao afirmar que a estabilidade do câmbio é da alçada da política monetária, é formado sobre uma outra realidade.*

4.7. *A abordagem do primeiro doutrinador é voltada ao mercado brasileiro, no qual se negociam reais, sendo o dólar moeda utilizada, apenas, para transações externas.*

4.8. *No caso do segundo doutrinador, a abordagem é voltada ao mercado norte-americano, no qual se transacionam dólares interna e externamente. Por essa razão, ações no mercado interno, relacionadas à política monetária, têm efeito direto no mercado externo, pois a moeda transacionada é a mesma, não havendo intermediário cambial, o que dispensa uma política cambial específica.*

4.9. *Há, portanto, uma fusão de políticas, só permanecendo a monetária, que promove, diretamente, todos os efeitos desejados, caso completamente diferente do brasileiro, que necessita da existência de duas políticas para promover os efeitos diretos desejados, possuindo objetivos e instrumentos diferentes, ainda que exerçam efeitos indiretos uma na outra.*

4.10. *Entretanto, a política monetária, utilizada para garantir a estabilidade da moeda, acaba sendo indiretamente influenciada pelos efeitos da política cambial.*

4.11. *Quando a cotação da moeda estrangeira sobe, diversos efeitos econômicos são sentidos. A balança comercial tende a ficar superavitária, ou menos deficitária, os produtos importados, por encarecerem, acabam abrindo espaço para o aumento dos produtos nacionais concorrentes ou encarecerem o custo de produção de produtos nacionais que os utilizem, os preços de **commodities**, negociados no exterior, por valorizarem-se, acabam elevando os preços no mercado interno, e diversos outros efeitos que já são suficientes para demonstrar o impacto inflacionário de uma desvalorização cambial.*

4.12. *De forma similar, a política monetária pode influenciar indiretamente na condução e nos resultados da política cambial. Por exemplo, ao aumentar-se as taxas de juros internas, os capitais internacionais podem ficar entusiasmados a investir no mercado nacional (obviamente não em níveis que assustem mais do que entusiasmem ou demonstrem desespero da autoridade monetária, presságio de ruptura econômica), pressionando a cotação da moeda estrangeira para níveis mais baixos.*

4.13. *Um outro ponto que merece destaque é a influência que os vencimentos de títulos cambiais, instrumentos destinados à condução da política monetária, exercem nas variações da cotação da moeda estrangeira que os remunera, dado ao movimento especulativo que pode ser formado próximo ao vencimento desses.*

4.14. *Apesar da complexidade de ações e efeitos que podem influenciar a condução e os resultados da política monetária, a política cambial não se confunde com ela e tem objetivos primários diferentes, não podendo associá-las como se fossem uma só.*

4.15. *De fato, a complexidade dos efeitos indiretos dessas políticas e o grau com que são repassados de uma para outra inviabilizam o tratamento unificado dessas políticas, em que se utiliza política monetária para resultados de política cambial e vice-versa.*

4.16. *Por fim, cabe lembrar que não é função do TCU interferir nos atos de gestão discricionários relacionados à condução das políticas cambial e monetária do Bacen, e sim verificar a adequação das práticas às normas legais, bem como a ocorrência de atos antieconômicos, ilegítimos ou imprudentes que tenham causado prejuízos ou exposto a instituição e o Tesouro Nacional a riscos.*

(...)

6. Informações solicitadas preliminarmente

6.1. *Com base na situação exposta anteriormente, entendemos pertinente a solicitação dos seguintes documentos/informações ao Banco Central do Brasil, o que foi feito por meio de diligência (...):*

- a) razão pela qual, apesar da vedação quanto ao endividamento do Banco Central, imposta pelo art. 34 da LC n.º 101/2000, esse Banco vem realizando operações de emissão de **swap** cambial atrelado à LFT;*
- b) esquema de contabilização das operações de **swap** cambial promovidas por esse Banco;*
- c) cópia dos votos CMN, BCB, resoluções e circulares que regulamentam as operações de **swap** cambial, bem como das Notas Técnicas que as fundamentaram;*
- d) saldo mensal dos títulos contábeis relacionados à contabilização dos **swaps** cambiais emitidos até outubro /2002;*
- e) relatório de todas as operações de **swap** cambial praticadas no ano de 2002 contemplando: data dos leilões, oferta inicial, quantidade de títulos negociados (LFT atrelada e o **swap**), valores envolvidos (leilão e resgate), taxas e prazo (data de vencimento), inclusive as operações de rolagem de dívida, se houver;*
- f) relatório das operações feitas pelo Bacen com Títulos Cambiais de emissão do Tesouro Nacional e do Banco Central no ano de 2001 e 2002 (até a presente data) contemplando: data dos leilões, oferta inicial, quantidade e tipo de títulos negociados, valor envolvido (leilão e resgate), taxa acordada, prazo (data de vencimento), inclusive rolagem de dívida, se houver;*
- g) listagem das intervenções realizadas no mercado de câmbio no ano de 2001 e 2002, contemplando: data da intervenção e valor envolvido em dólares e reais (taxas acordadas);*
- h) cópia dos relatórios, porventura elaborados, acerca dos resultados dos referidos leilões e intervenções, bem como dos documentos que fundamentaram a decisão de sua realização com relação à oportunidade e à quantidade ofertada.*

6.2. *Todos os itens foram, prontamente, atendidos pelo Bacen, com exceção do 'h', uma vez que as operações, conforme informado, são executadas com base em diretrizes gerais, sendo muito dinâmicas para serem tomadas após decisão específica.*

6.3. *Entretanto, no decorrer da análise dos dados fornecidos, tornou-se necessária outra diligência com as seguintes informações adicionais, que enumeraremos com duas letras a fim de diferenciá-los dos primeiros questionamentos:*

- aa) tabela demonstrativa do perfil de vencimentos da dívida mobiliária federal - títulos cambiais - NBCE e total (BCB e TN) - posições do final de: 4º trim/2001, 1º trim/2002, 2º trim/2002 e 3º trim/2002, para os vencimentos trimestrais de 2002 e 2003;*

- bb) *tabela com montante mensal dos vencimentos de dívidas em moeda estrangeira de 2001 a 2002, divididos por comercial e financeiro, setor público (sejam relacionadas à títulos ou contratual - não precisa especificar) e privado;*
- cc) *tabela com montantes de vencimento ocorrido, por data, no ano de 2002, dos títulos cambiais do Bacen e Tesouro Nacional, independente de rolagem ou resgate ocorridos;*
- dd) *informar média diária de cada trimestre de 2002, para o câmbio contratado livre, posições de compra, de venda e total (comerciais - exportação e importação; financeiras - compra e venda, não precisando especificar cada uma);*
- ee) *informar média diária de cada trimestre de 2001 e 2002, para o mercado de câmbio interbancário livre, posições de compra, de venda e total;*
- ff) *informar se a conta 6115.10.10-9, Reservas Bancárias sobre recursos de depósitos à vista, utilizada nas operações de **swap** pertence a que tipo de instituição, à BM&F, convênio BM&F e Instituições Financeiras ou a cada Instituição Financeira que negocia o **swap**?*
- gg) *informar o saldo das contas **6520.01.01-7** em 28/06/2002, **1920.01-7**, em 31/05/2002, 28/06/2002, 31/07/2002, 31/08/2002, 30/09/2002 e 31/10/2002 e **8020.01-3** em 30/04/2002 e 31/07/2002; e*
- hh) *cópia de normativo que defina as atribuições dos diretores/diretorias do Banco Central e do Copom.*

6.4. *Todos os itens foram respondidos a contento, cabendo esclarecer que quanto ao item 'gg', o Banco confirmou a inexistência de saldos, dirimindo as dívidas existentes com relação aos dados fornecidos no atendimento da primeira diligência.*

7. Análise do atendimento das diligências

7.1. *Em resposta ao item 'a' da 1ª diligência, o Banco Central apresentou Parecer Jurídico 00077/2002, de 28.02.2002, (vol. 3, fls. 421/438) exarado pela sua Procuradoria-Geral, em atendimento à consulta formulada pelo Departamento de Operações de Mercado Aberto – Demab - a respeito da possibilidade de realizar operações na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F), nas quais o Bacen ofereceria, em oferta pública eletrônica, **swaps** cambiais (...).*

7.2. *Os questionamentos formulados são transcritos a seguir:*

*'a) haveria alguma restrição para o Banco Central realizar operações de **swap**, entendidas estas como operações realizadas para liquidação em data futura que implicam a troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais? Seria necessário haver a edição de uma Resolução do CMN autorizando o Banco Central a realizar referidas operações?*

*b) essas operações poderiam ser registradas na Bolsa de Mercadorias e de Futuros – BM&F na forma do mencionado 'Contrato de **Swap** Cambial com Ajuste Periódico – SCC' (anexo)?*

*c) embora não haja ainda uma definição por parte do Banco Central se ele viria a operar diretamente na BM&F, comprando e vendendo contratos, posteriormente ao registro inicial desses **swaps** naquela Bolsa, haveria algum impedimento para que isto ocorresse?*

d) considerando que a abertura de contratos SCC exige o depósito de margem de garantia naquela Bolsa, assim como se prevê ajustes periódicos das

posições abertas nesses contratos, haveria alguma restrição para o Banco Central?

*e) considerando que o registro dessas operações na forma do referido contrato de SCC na BM&F se dá em números de contratos representativos, cada um, de US\$ 50,000.00, poderia a oferta pública do **swap** ser conduzida de forma que os participantes já enviassem suas propostas em número de contratos? Ou teria de ser em reais (R\$) e posteriormente convertidas em número de contratos por ocasião do registro na Bolsa?*

*f) considerando que a oferta pública de **swap** seria um evento separado da oferta pública de LFT pelo Tesouro Nacional, haveria algum impedimento em se condicionar a operação de **swap** à compra de LFT (ou seja, somente pode adquirir o **swap** quem compra também a LFT)?'*

7.3. *Ao apreciar os questionamentos, o Consultor Jurídico, Sr. Cristiano de Oliveira Lopes Cozer, inicialmente, confirmou a competência do Bacen na execução da política cambial, mencionando que compete ao Banco Central do Brasil, como determina o terceiro inciso do art. 11 da Lei n.º 4.595, de 1964, 'atuar no sentido de funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio do balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial'.*

7.4. *De início, o Parecer expôs, por completo, as limitações legais impostas à execução da política cambial que a restringem a, somente, 'comprar e vender moeda estrangeira' e 'realizar operações de crédito no exterior', abrindo, nesse último caso, a possibilidade da utilização dos DES, Direitos Especiais de Saque, que são os valores que o País pode sacar junto ao Fundo Monetário Internacional, proporcional às suas cotas de participação, sem prévia anuência desse.*

7.5. *Não existem outras possibilidades por uma razão bem simples. Apenas essas operações resultam em transações cambiais que ocorrem no mercado cambial, e conseqüentemente impactam nesse, sobre o qual se deseja atuar com a referida política, que objetiva regular esse mercado, promover a estabilidade das taxas de câmbio e equilibrar o balanço de pagamentos. Não há como atingir tais objetivos senão pelos meios já enunciados.*

7.6. *Entretanto, o Parecer, em seqüência, afirmou que, como instrumento no desempenho da política cambial, o Bacen utilizava a colocação de títulos cambiais de sua própria responsabilidade, o que lhe permitia executar a política cambial de forma desvinculada da política fiscal e das necessidades de caixa do Tesouro Nacional. Acrescentou, também, que, na 'ausência de colocações, pela União, de títulos cambiais, bastaria ao Banco Central do Brasil emitir seus próprios títulos, **interferindo diretamente na quantidade de moeda estrangeira no mercado nacional** e atuando no sentido da estabilidade relativa das taxas de câmbio' (grifos nossos).*

7.7. *A afirmação apresentada acima é completamente incompatível e incondizente com a realidade do mercado cambial, bastando, para isto, verificar o que é um título cambial de emissão do BCB, especificamente a NBCE, com ajuda da definição obtida no Manual de Títulos e Valores Mobiliários do próprio Banco Central do Brasil.*

*'NOTAS DO BANCO CENTRAL DO BRASIL - Série Especial (NBCE)
objetivo: para fins de execução de **política monetária**; (grifos nossos)
valor nominal: múltiplo de R\$ 1.000,00 (um mil reais);*

atualização do valor nominal: pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres, divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior às datas de emissão e de resgate do título;

taxa de juros: 6% (seis por cento) ao ano, calculada sobre o valor nominal atualizado;

pagamento de juros, segundo o prazo do título:

até seis meses: no resgate;

superior a seis meses: semestralmente, de acordo com o mês de resgate, com ajuste no primeiro período de fluência, quando couber;

prazo: mínimo de três meses;

modalidade: nominativa;

forma de colocação: ofertas públicas, cujas condições serão divulgadas pelo Banco Central;

emissão: exclusivamente escritural, mediante registro dos respectivos direitos creditórios, bem como das cessões desses direitos, no Selic, por intermédio do qual serão creditados os juros e o resgate do principal.

Base Legal/Regulamentar: Res. CMN 2.043/94 e 2.089/94.'

7.8. *Inclusive, a própria Resolução CMN n.º 2.043/94, que criou as Notas do Banco Central Série Especial - NBCE, estabelece no seu primeiro artigo:*

'Art. 1. Autorizar o Banco Central do Brasil a emitir títulos de sua responsabilidade, para fins de política monetária (...).'

7.9. *Dessa forma, é legalmente incontestável que os títulos cambiais são instrumentos de POLÍTICA MONETÁRIA, e não de política cambial, como presume o Parecer, não interferindo na quantidade de moeda estrangeira disponibilizada ao mercado nacional nem atuando na estabilidade das taxas de câmbio, visto que são transacionados e resgatados em reais, e não em moeda estrangeira, que aliás não tem curso dentro do País. Seu único vínculo com a moeda estrangeira é a referência à variação cambial, que afeta seu valor de liquidação em reais.*

7.10. *A suposição de que existe alguma relação entre a oferta de títulos cambiais e a quantidade de moeda estrangeira ofertada não pode ser alegada como justificativa para utilização de tais títulos públicos na condução da política cambial, pois a relação é imensurável e subjetiva, dependendo da disposição dos investidores de tais títulos em, no caso da falta de oferta desses, procurar por posições em moeda estrangeira, o que não permite avaliação dada a imprevisibilidade do comportamento desses agentes diante das situações econômicas do País.*

7.11. *O Parecer complementa sua introdução informando que, com o advento da Lei de Responsabilidade Fiscal, a qual impôs à Autarquia a vedação de emissão de títulos de sua própria responsabilidade, o Bacen ficou com a necessidade de buscar instrumentos alternativos, no caso os **swaps**, para continuar a exercer, regularmente, o que chama de política cambial, visto que a quantidade de títulos de emissão do Tesouro Nacional pode vir a ser insuficiente caso não haja interesse em sua emissão por parte do TN, por razões de política fiscal da União. Entretanto, adiante, quando analisarmos os efeitos da LRF sobre a emissão de títulos, ficará claro que esta tese não é factível.*

7.12. *Em relação a essa exposição, estranha a manifestação de um Parecer Jurídico acerca das necessidades do Bacen na condução de suas políticas, assunto técnico de natureza econômico-financeira, e não jurídica.*

7.13. Portanto, apesar das influências indiretas entre política monetária e política cambial, abordadas anteriormente nesta instrução, fica claro que os títulos cambiais do Bacen, bem como os demais títulos na sua carteira, além de inadequados, não são legalmente permitidos na execução da política cambial, razão pela qual a autorização de seu uso com este fim configura ato ilegal e negligente, por parte da autoridade que a concedeu, no caso, o Diretor de Política Monetária.

Justificativas para utilização dos swaps

7.14. Uma das justificativas apresentadas pelo Bacen para a utilização destes instrumentos, inicialmente os títulos cambiais e posteriormente os **swaps**, é a necessidade de fornecer **hedge** ao mercado financeiro, ou seja, uma proteção financeira, ou seguro, contra uma possível alta nas taxas de câmbio, uma vez que considera que as instituições financeiras possuem passivos em moeda estrangeira e necessitam realizar o câmbio, imediata ou brevemente, o que faz subir a cotação da moeda estrangeira.

7.15. A demanda por proteção cambial dessas instituições seria gerada pela contratação, junto a participantes do mercado financeiro, que não são instituições financeiras, de operações de troca de posições de dívidas em moeda estrangeira por posições em moeda nacional. Ao realizar tais operações, as instituições financeiras necessitariam casar suas posições por meio do **hedge** com tais instrumentos fornecidos pelo Bacen, ao invés de adquirir diretamente a moeda, evitando uma pressão de demanda no câmbio que elevasse as cotações.

7.16. Entretanto, os participantes que procuram **hedge** junto a instituições financeiras, normalmente, não possuem os reais necessários para cumprir as obrigações que pretendem proteger, pois essas serão saldadas com o fluxo de receitas de suas futuras operações, não podendo ser afirmado que influem expressivamente nas cotações de moeda estrangeira. Aliado a isso, as instituições financeiras que contrataram o **hedge**, ao não encontrarem quantidade suficiente de cambiais para cobrir suas posições, estariam diante de duas alternativas, comprar moeda estrangeira, o que estaria limitado pelas restrições ao excesso de posição comprada, ou aumentar as taxas do **hedge**, o que ajudaria a cobrir seus riscos e inibiria a procura de mais **hedge** por parte dos demais participantes do mercado.

7.17. Portanto, não é adequado afirmar que a inexistência de instrumentos fornecidos pelo Bacen, com objetivo de fornecer proteção cambial, fomentaria uma elevação das taxas de câmbio, uma vez que a demanda imediata por moeda estrangeira não reflete, necessariamente, a proteção que os participantes desejam contratar, podendo essas atingir valores muito superiores ao dinheiro disponível para a conversão cambial. Se a referida inexistência gerasse um aumento nas cotações, seria difícil entender por que um participante que possui reais em quantidade suficiente para comprar moeda estrangeira, o que faria as cotações subirem, não paga de imediato sua obrigação e pára de pagar juros e serviços, ao invés de contratar **hedge** junto a instituições financeiras, sujeitando-se a riscos e taxas adicionais? No caso de remessas de lucros de empresas sediadas no exterior, por que não depositar logo em contas fora do país, ao invés de aguardar um momento futuro que pode ser desfavorável? Por que arriscar-se numa operação financeira junto a uma instituição financeira que pode vir a não honrar os compromissos assumidos em caso de liquidação?

7.18. Outra questão é, se existe oferta de instrumentos com objetivo de proteger contra variação cambial para preservação de ativos que virão a ser convertidos em moeda estrangeira, por necessidade de cumprimento de obrigações futuras, o que se está fazendo

é postergar um problema de demanda excessiva de câmbio, pois o desequilíbrio, no futuro, virá. Para evitar tais desequilíbrios é que existem as Reservas Internacionais, que foram acumuladas pelos capitais que entraram e que cedo ou tarde tenderão a sair.

7.19. *Diante disso, concluímos que a oferta de cambiais ou **swaps** não significa, diretamente, o suprimento de uma demanda por moeda estrangeira, consistindo numa atuação indireta, cuja efetividade é contestável. Por esta razão, é que a atuação do Banco Central permitida é a direta, visto que a indireta não permite controle necessário à autoridade monetária.*

7.20. *Após a introdução ao tema, segue-se a análise específica de cada questionamento formulado à Procuradoria-Geral do Bacen.*

*‘a) haveria alguma restrição para o Banco Central realizar operações de **swap**, entendidas estas como operações realizadas para liquidação em data futura que implicam a troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais? Seria necessário haver a edição de uma Resolução do CMN autorizando o Banco Central a realizar referidas operações?’*

7.21. *O Parecer Jurídico inicia informando que a Resolução CMN nº 2.873, de 26 de julho de 2001, define as operações de **swap** como operações ‘realizadas para liquidação em data futura que impliquem a troca de resultados financeiros decorrentes da aplicação, sobre valores ativos e passivos, de taxas ou índices utilizados como referenciais’, não existindo, na resolução, nenhuma atribuição ao Bacen do poder de realizá-las.*

7.22. *Informa, também, que a Lei n.º 4.595/64 faz, apenas, uma ligeira menção aos **swaps**, ao cuidar das atribuições do Conselho Monetário Nacional no seu art. 4º: ‘Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo as diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República: (...) XXXI - baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições’. O que acabou ocorrendo com a edição da Resolução acima referida.*

7.23. *Em seqüência, afirma que,*

*‘9. Um raciocínio descuidado a respeito do assunto poderia conduzir desde já à negativa da possibilidade de realização de operações de **swap** por esta Autarquia, fundada em dois argumentos. O primeiro diz respeito a uma compreensão equivocada do princípio da legalidade aplicado à Administração Pública (a Administração apenas pode praticar atos previstos em lei). Nesse sentido, descartar-se-ia o instrumento referido do âmbito das atribuições do Banco Central do Brasil com base num silogismo simplista, estruturado da seguinte forma:*

a) às entidades públicas apenas é dado praticar atos prescritos em lei (premissa maior);

*b) não existe previsão em lei para a prática de operações de **swap** pelo Banco Central do Brasil (premissa menor);*

*c) logo, é vedado ao Banco Central do Brasil praticar operações de **swap** (conclusão).*

7.24. *O referido raciocínio que o Parecer deseja desmerecer, julgando-o como descuidado e simplista, é o mesmo adotado pelo Professor Hely Lopes Meirelles, in Direito Administrativo Brasileiro, 15ª Edição, pág. 78:*

‘Na Administração Pública, não há liberdade nem vontade pessoal. Enquanto na administração particular é lícito fazer tudo que a lei não proíbe, na

Administração Pública só é permitido fazer o que a lei autoriza. A lei para o particular significa 'pode fazer assim'; para o administrador público significa 'deve fazer assim'.

7.25. *Tal assunto dispensa maiores citações dada à unanimidade de entendimento por parte dos demais renomados e prestigiados doutrinadores do Direito Administrativo Brasileiro. E continua,*

*'10. O segundo argumento reside no caráter em geral especulativo que é apresentado pelas operações de **swap**, quando não são utilizadas para fornecer **hedge**. A atividade da Administração Pública orienta-se por fins públicos, sendo-lhe vedado utilizar o patrimônio público com o intuito único de especular? (assumindo riscos elevados em troca da expectativa de lucros bem superiores ao que forneceria uma administração de caixa conservadora). Essa perspectiva é analisada por Ari Cordeiro Filho nos termos seguintes:*

*'Restaria, apenas, uma dúvida quanto à possibilidade de o **swap** ser celebrado sem um conteúdo finalístico de **hedge**. Neste caso, não haveria itens ativos ou passivos a contrabalançar ou proteger, e a operação se realizaria meramente com o intuito especulativo quanto a mudanças nas taxas de juros: trocar-se-ia um tipo de taxa ou de índice pela suposição especulativa de que o novo referencial seria mais vantajoso no futuro.*

No setor público, aparenta-me não sustentável o intuito especulativo puro, em face do mandamento constitucional da moralidade administrativa. (..)

No setor público, dada a destinação 'marcada' dos recursos, orçamentariamente, uma atuação como a última, antes descrita, seria indefensável, na cultura atual do direito administrativo. A gestão eficiente dos recursos públicos não pode ter os mesmos parâmetros da administração privada. No setor privado, existindo ou não a operação lastreadora ou o propósito de obtê-la, não me parece haver impedimento legal, nem deve a contraparte ser compelida a perscrutar os critérios de gestão da parte. '.'

7.26. *Quanto à opinião do segundo doutrinador, também não deixa dúvidas que a prática de operações de **swap** sem a função de proteger-se, ou seja, inexistindo itens ativos ou passivos a contrabalançar ou proteger, configura ato especulativo e que o administrador público que especula fere o princípio da moralidade. Nesse momento convém estabelecer definições a respeito das posições de **hedger** e especulador, nas palavras de Lauro de Araújo Silva Neto, Derivativos, 2ª Edição, 1988, pgs. 28 e 29:*

*'**Hedger** – Quando uma pessoa ou empresa se utiliza do mercado para se proteger de eventuais mudanças no preço de um produto, ou para negociar o bem, é chamado de **hedger**'*

'Especulador – Podemos definir o especulador como a pessoa ou empresa cuja atividade principal não está relacionada com o bem objeto do contrato derivativo e que assume posições no mercado para obter a exposição ao risco de oscilação de preços.'

7.27. *Não resta dúvidas de que o Banco Central, uma vez que não está procurando proteção contra a variação cambial, não pode ser enquadrado como **hedger** na operação de **swap**. Outro ponto que fica claro é que quem assume o risco e fornece a proteção é o especulador, o que nos leva à conclusão que a posição do Banco é especulativa, ferindo a moralidade administrativa.*

7.28. Fortalecendo o entendimento de que não há previsão legal para tais operações, o Parecer afirma, 'A Lei n.º 4.595, de 1964, não atribui especificamente ao Banco Central do Brasil a competência para praticar operações de **swap**.'

7.29. Como última tentativa de estabelecer uma condição de legalidade às operações, afirma que 'ao Conselho Monetário Nacional incumbe disciplinar os **swaps**, estabelecer normas a serem observadas pelo Banco Central do Brasil em suas transações com títulos públicos e de entidades de que participe o Estado e, em geral, expedir normas cujo cumprimento deve ser providenciado pelo Banco Central do Brasil. Tais normativos constituem o fundamento formal para a atribuição, pelo Conselho Monetário Nacional, ao Banco Central do Brasil da possibilidade de operar com **swaps**.'

7.30. Nesse momento confunde-se 'regular a operação de **swap**' com 'atribuir competência ao Bacen'. A competência do CMN oriunda da Lei n.º 4.595/64 diz respeito à regulação das operações, ou seja, o estabelecimento das normas, limites e requisitos operacionais adequados às mesmas. Não há, em nenhum momento, menção a autorizações ao Banco Central para operar com determinados instrumentos financeiros, o que consistiria em regulação de atividades do próprio Banco, atribuição exclusiva da Lei n.º 4.959/64 e futuramente da Lei Complementar a que se refere o art. 192 da Constituição Federal.

7.31. Dessa forma, o Voto CMN n.º 023/2002 expedido pelo Conselho Monetário Nacional, composto pelos Conselheiros Srs. Pedro Sampaio Malan, Martus Tavares e Armínio Fraga Neto, ao 'autorizar' o Banco Central, presidido pelo Sr. Armínio Fraga Neto, a realizar operações de **swap**, por meio da edição da Resolução n.º 2.939/2002, exorbitou sua competência estabelecida na Lei n.º 4.595/64. Em igual nível de ilegalidade fica o Voto BCB n.º 103/2002, apresentado pelo Diretor de Política Monetária do Bacen, Sr. Luiz Fernando Figueiredo e aprovado pela Diretoria Colegiada em 26/03/2002, que propôs a prática de tais operações com fins de política cambial.

7.32. Passemos aos outros questionamentos.

'b) essas operações poderiam ser registradas na Bolsa de Mercadorias e de Futuros – BM&F na forma do mencionado 'Contrato de **Swap** Cambial com Ajuste Periódico – SCC' (anexo)?'

'c) embora não haja ainda uma definição por parte do Banco Central se ele viria a operar diretamente na BM&F, comprando e vendendo contratos, posteriormente ao registro inicial desses **swaps** naquela Bolsa, haveria algum impedimento para que isto ocorresse?'

'd) considerando que a abertura de contratos SCC exige o depósito de margem de garantia naquela Bolsa, assim como se prevê ajustes periódicos das posições abertas nesses contratos, haveria alguma restrição para o Banco Central?'

7.33. Os três questionamentos acima foram respondidos em conjunto pela Procuradoria-Geral do Banco que argumentou não existirem óbices ao registro de tais operações na BM&F, devendo, porém, o Bacen adequar-se às normas de negociação entre particulares, despindo-se dos atributos de império, fazendo, para isso, os depósitos de margem de garantia e dos eventuais ajustes periódicos de posições abertas.

7.34. O Parecer afirmou, também, que 'não existe vedação legal genérica à concessão de garantias por parte do Banco Central do Brasil'. De fato, não há vedação genérica, o que há é VEDAÇÃO EXPLÍCITA à concessão de garantias, conforme emana o art. 40, § 6º da LC n.º 101/2000.

“Art. 40 Os entes poderão conceder garantia em operações de crédito internas ou externas, observados o disposto neste artigo, as normas do art. 32 e, no caso da União, também os limites e as condições estabelecidos pelo Senado Federal.

(...)

§ 6º É vedado às entidades da administração indireta, inclusive suas empresas controladas e subsidiárias, conceder garantia, ainda que com recursos de fundos.”(grifos nossos)

7.35. O artigo em questão frisa, inclusive, que as concessões de garantia são devidas nas operações de crédito, o que não é o caso das operações na BM&F. A argumentação de que as vedações impostas ao Bacen são exclusivamente as do art. 39 não é convincente, pois o **caput** desse artigo explicita que essas são vedações em relações com ente da Federação. Não fosse assim, poder-se-ia interpretar que o Bacen só possui vedações em suas relações com tais entes, estando livre para atuar, como bem entendesse, em relação ao resto dos seres jurídicos.

‘e) considerando que o registro dessas operações na forma do referido contrato de SCC na BM&F se dá em números de contratos representativos, cada um, de US\$ 50,000.00, poderia a oferta pública do **swap** ser conduzida de forma que os participantes já enviassem suas propostas em número de contratos? Ou teria de ser em reais (R\$) e posteriormente convertidas em número de contratos por ocasião do registro na Bolsa?’

7.36. A questão acima e sua resposta, por não afetar a realização das transações, não será analisada.

‘f) considerando que a oferta pública de **swap** seria um evento separado da oferta pública de LFT pelo Tesouro Nacional, haveria algum impedimento em se condicionar a operação de **swap** à compra de LFT (ou seja, somente pode adquirir o **swap** quem compra também a LFT)?’

7.37. Em resposta, foi destacado texto do Parecer/2001/00519/DEJUR/PRIPE, de 18.10.2001, o qual transcrevemos a seguir:

‘Ora, o contrato de **swap** não se confunde com o contrato sobre o qual ele se referencia. O contrato de **swap** tem como causa jurídica a troca de resultados financeiros com justaposição e compensação dos valores monetários por ocasião da liquidação, coincidentes as datas de trocas. Sua tipificação consiste na vinculação da percepção de um fluxo financeiro ao pagamento de outro fluxo, por diferença. Embora esses fluxos financeiros sejam calculados distintamente em cima de um valor referencial - o chamado valor nocional -, que, no caso dos **swaps** cambiais, será a obrigação com ajuste cambial, o **swap** não se identifica com essa obrigação. Na verdade, constitui um outro contrato, uma nova relação jurídica que embora referenciada naquele operação de empréstimo, com ela não se confunde.’

7.38. O texto demonstra que não há necessidade de atrelar-se uma operação à outra. A intenção do Banco Central em fazê-lo é apenas para simular um título cambial, o que a princípio não faria diferença aos adquirentes, como é destacado a seguir,

‘A oferta isolada do **swap**, no entanto, que por si atenderia a demanda por **hedge**, poderia vir a retirar parte da demanda por títulos cambiais do Tesouro Nacional, que hoje são utilizados na rolagem da dívida, sem que viesse a

compensar via aumento na demanda por outro título, gerando um excesso de liquidez com perturbações sobre a política monetária.

*Isto posto, a oferta de **swap** conjugada a oferta de LFT pelo Tesouro Nacional busca simplesmente replicar a venda de títulos cambiais, com a vantagem de, ao ofertar dois instrumentos ao invés de apenas um (NTN-D), possibilitar ao mercado negociá-los separadamente de forma muito mais eficiente. Para o emissor, representa um instrumento complementar importante, permitindo maior flexibilidade na rolagem dos próximos vencimentos de títulos cambiais. Para o comprador, a vantagem em poder precificar separadamente o risco da variação cambial, do cupom cambial e da LFT. Para o Banco Central, uma forma de evitar a perturbação observada atualmente na curva de cupom cambial e, ao mesmo tempo, por conjugar a oferta de **swap** à compra de LFT, prevenir-se contra efeitos secundários e indesejáveis na execução da política monetária.'*

7.39. *O Parecer complementa a análise afirmando que 'o objetivo da sugerida vinculação de contratos encontra-se, por conseguinte, na necessidade de evitar possíveis e indesejados aumentos de liquidez, com reflexos sobre a política monetária a cargo desta Autarquia.'*

7.40. *Em nosso entendimento, a vinculação ou não à LFT é indiferente, pois o problema reside na própria negociação do **swap**, ainda que seja interessante o esclarecimento da individualidade jurídica da LFT e do **swap**.*

Realização de operações entre Bacen e instituição não-financeira

7.41. *O Parecer finaliza a análise comentando questionamento feito pelo chefe do Departamento de Mercado Aberto do Bacen acerca da interpretação do art. 12 da Lei n.º 4.5952/64, que menciona que o Bacen opera exclusivamente com instituições financeiras e que, no caso das operações de **swap**, a BM&F figurando como contraparte e não sendo instituição financeira, estaria vedada de transacionar.*

7.42. *Surpreendentemente, o Parecer afirma que é permitido operar com tal tipo de entidade, mesmo não sendo instituição financeira, como se constata observando os estatutos sociais da BM&F, em que seu primeiro artigo já afirma que se trata de uma **associação civil, sem finalidade lucrativa**.*

7.43. *Em resumo, argumenta que a BM&F apenas registra os contratos de **swap**, o que não é verdade, uma vez que existe contrato pré-estabelecido e transacionado livremente em pregão, não havendo nesse nenhuma limitação quanto aos negociantes, permitido, inclusive, a pessoas físicas, atuando a BM&F como contraparte.*

7.44. *A afirmação de que as limitações são restritas às operações bancárias, também não é convincente, pois não há esta afirmação na lei.*

7.45. *Dessa forma, entendemos que consiste em outra ilegalidade a transação efetuada com a BM&F, mesmo que não seja ela, de fato, a buscadora de **hedge**; porém, é juridicamente quem contrata com o Bacen, e **não é instituição financeira**. A justificativa de que a BM&F utiliza instituição financeira por ela escolhida para transacionar com o Bacen, dada pela resposta ao item 'ff' da segunda diligência, não elide a irregularidade do Bacen transacionar com a BM&F, visto que a contraparte do contrato é a bolsa.*

Utilização dos Swaps como forma de contornar a proibição imposta pelo art. 34 da LRF

7.46. *O Banco Central, em atendimento ao item b) da primeira diligência, forneceu Nota Técnica descrevendo o funcionamento das operações de **swap**, da qual transcrevemos a*

seguir os principais elementos descritivos, inclusive com as características contábeis, fazendo, em seus primeiros parágrafos as seguintes assertivas:

“No desempenho da política cambial, constituía instrumento de particular relevância para o Banco Central do Brasil, a colocação de títulos cambiais de sua própria responsabilidade. Dessa forma, era possível à autoridade monetária executar a política cambial de forma desvinculada da política fiscal e das necessidades de caixa do Tesouro Nacional. Na eventualidade de ausência de colocações, pela União, de títulos cambiais, bastaria ao Banco Central do Brasil emitir seus próprios títulos, interferindo diretamente na quantidade de moeda estrangeira no mercado nacional e atuando no sentido da estabilidade relativa das taxas de câmbio.

O cenário foi profundamente alterado com o advento da denominada Lei de Responsabilidade Fiscal, a qual impôs a esta Autarquia vedação à emissão de títulos de sua própria responsabilidade. Dessa forma, deparou-se o Banco Central do Brasil com a necessidade de buscar instrumentos alternativos para continuar a exercer regularmente a política cambial. Tal atividade continuará, sem dúvida, a efetuar-se com títulos de emissão do Tesouro Nacional, mas alternativas devem ser buscadas para as situações críticas em que à União, por razões de política fiscal, não interesse a colocação de títulos cambiais, ou no mínimo não interesse a emissão de títulos no perfil adequado para os propósitos da política cambial.

*Ocorre, além do mais, que a volatilidade do câmbio, notadamente a partir de meados do ano passado [ano 2001], a crescente aversão ao risco devido a um cenário externo ainda conturbado e a própria demanda por proteção (**hedge**) cambial fizeram com que os bancos, no gerenciamento de seus riscos, buscassem reduzir suas posições em títulos cambiais e, ainda, demandar títulos com prazos mais curtos, contrariamente aos objetivos do emissor, no caso o Tesouro Nacional, cujo desejo é alongar o prazo da dívida pública, especialmente aquela atrelada ao câmbio. Neste movimento, apareceram os fundos de investimento, que são grandes compradores de títulos. Porém, por terem como **benchmark** a taxa de juros representada pelos Depósitos Interfinanceiros (DI), esses fundos não seriam, em tese, compradores de títulos cambiais. No entanto, os bancos passaram a oferecer a esses fundos os títulos cambiais, simultaneamente à realização, com esses mesmos fundos, de um **swap** cambial contrário àquele realizado com as empresas; ou seja, um **swap** em que passam aos fundos a taxa de juros DI e recebem, em contrapartida, a variação cambial.*

*A sistemática acima apontada vinha se mostrando uma forma mais custosa de oferecer proteção cambial ao setor produtivo. Os requerimentos de margens e os **spreads** envolvidos resultaram em aumentos do custo total da operação para a empresa que busca proteção cambial e em prêmios maiores exigidos nas ofertas públicas de títulos cambiais (detalhes no apêndice).*

*Com o objetivo de aperfeiçoar os instrumentos utilizados no mercado financeiro por bancos, fundos de investimento, empresas e demais agentes econômicos, o Banco Central e o Tesouro Nacional passarão a realizar operações de **swap** cambial conjugadas com ofertas primárias de LFT.’*

7.47. Na exposição acima, fica confirmado que o Banco decidiu pela utilização dos **swaps** em função da proibição da Lei de Responsabilidade Fiscal quanto à emissão de títulos próprios. Também fica confirmado que o Banco Central estava utilizando títulos cambiais para a execução da política cambial.

7.48. Complementando a exposição, a Lei de Responsabilidade Fiscal, em específico o art. 34, que trata da vedação de emissão de títulos por parte do BCB, impôs a adequação da carteira de títulos do Banco Central em relação ao volume financeiro e às características dos títulos (parâmetros de remuneração e prazos de vencimento), razão pela qual foi instituído Grupo de Trabalho (Portaria MF nº 155, de 22.5.2000) composto por técnicos da Secretaria do Tesouro Nacional e do Banco Central com o objetivo de apresentar propostas para o aperfeiçoamento dos procedimentos operacionais entre as duas entidades e de estabelecer mecanismos dinâmicos para garantir a análise permanente da deficiência estrutural dessa carteira e favorecer a implementação de estratégias de correção apropriadas, incluída também a adequação da carteira às necessidades da Política Monetária, como também informou a Nota Explicativa 22 das Demonstrações Financeiras do BC de 31.12.2000, transcrita a seguir:

‘De acordo com a Lei de Responsabilidade Fiscal, o Banco deixará de emitir títulos da dívida pública federal a partir de maio de 2002. Assim, foram iniciados entendimentos com o Tesouro Nacional visando assegurar os instrumentos necessários à continuidade da Política Monetária – Portaria MF nº 155/2000, de 22.05.2000, e Portaria MF nº 23/2001, de 25.01.2001.’

7.49. O Grupo de Trabalho, como mencionado pelo próprio Bacen, surgiu em função das necessidades de Política Monetária, e não das necessidades de Política Cambial, o que leva à conclusão de que os títulos públicos são de utilização exclusiva da primeira, não tendo a LRF afetado a condução da política cambial, o que enfraquece a tese da necessidade de instrumentos de política cambial adicionais após a vigência da vedação imposta pela lei.

7.50. Entretanto, a descrição das operações realizadas pelo mercado financeiro antes da adoção do **swap** pelo BC, em especial as entre Bancos e Fundos de Investimentos, demonstra que os Bancos repassaram as suas cambiais aos Fundos, que, por serem investidores inadequados de tais títulos, por remunerarem seus cotistas à taxa do Depósito Interfinanceiro (DI), procuraram proteger-se junto aos próprios Bancos, contratando um **swap** Dólar x DI simultâneo às aquisições. Essa sistemática, por ser cara, dada a inadequação dos agentes aos instrumentos envolvidos e aos custos operacionais envolvidos, acabou, segundo o Bacen, influenciando no aumento dos prêmios exigidos nas ofertas públicas de títulos cambiais, razão pela qual o Bacen decidiu ofertar **swaps** atrelados à LFTs, simulando um título cambial.

7.51. Essa explicação levanta as seguintes dúvidas:

- Como é possível que o Agente Fiscalizador do Mercado Financeiro permita que seus participantes realizem operações inadequadas, ou pelo menos, pouco convencionais, das quais resultem aumentos de custo de captação e rolagem para o Tesouro Nacional?
- Não seria mais adequado que os Fundos DI investissem em títulos que rendessem DI?
- A realização de operações financeiras entre Bancos e Fundos, nas quais os primeiros repassam títulos que não mais desejam aos segundos, que os adquirem, mesmo não sendo de seus interesses, para posteriormente realizarem

operações com os próprios Bancos, encarecendo as operações de aquisição inicial, são permitidas?

- *Não estariam sendo infringidas normas do Sistema Financeiro Nacional?*

7.52. *Na realidade, a avaliação da atuação do Banco Central com relação à fiscalização dessas operações não é da alçada do TCU, mas, dadas as possíveis repercussões negativas no Resultado do Bacen, merecem melhor esclarecimento por parte da instituição.*

7.53. *Outro ponto mal esclarecido é a razão pela qual os Bancos, diante da crescente aversão ao risco devido a um cenário externo ainda conturbado e do aumento da demanda por proteção (hedge) cambial, buscaram reduzir suas posições em títulos cambiais. O mais lógico é que permanecessem com tais posições para se protegerem também.*

7.54. *Conflitante com essa suposta aversão às cambiais, está o aumento das aquisições de cambiais (Bacen e Tesouro) por parte do público, entre 29.12.2000 e 30.09.2001, justamente a época considerada na explicação do Bacen exposta acima. Na primeira data, o saldo de cambiais era de R\$ 118.175 milhões, enquanto que na segunda data, era de R\$ 213.508 milhões, um aumento de aproximadamente 80%, sendo que a participação nas reservas internacionais, no conceito de liquidez internacional, saltaram de 183,07% para 199,55%, mesmo com o crescimento das reservas de US\$ 33,011 bilhões para US\$ 40,054 bilhões, o que comprova que houve grande procura por tais títulos e conseqüente aumento de circulação.*

7.55. *Essa situação aumenta a dívida em relação aos reais interesses dos Bancos em relação à venda das cambiais aos Fundos, à ausência de atuação por parte do Banco Central do Brasil, a fim de evitar que essa situação refletisse nos cupons cambiais.*

(...)

8. Análise das informações financeiras prestadas

(...)

Concentração de vencimentos cambiais e a cotação do dólar

8.17. *A partir desse ponto, iremos analisar outra questão relacionada ao risco de operar-se com títulos cambiais, que é a concentração de vencimentos. Para tal, inicialmente, é necessário entender os princípios da precificação dos títulos cambiais, ainda que o cálculo desta precificação seja desnecessário para o propósito da análise que faremos.*

8.18. *Conforme mencionado anteriormente, os títulos têm seus valores nominais atualizados pela variação da cotação de venda do dólar dos Estados Unidos no mercado de câmbio de taxas livres (Ptax800), divulgada pelo Banco Central do Brasil, sendo consideradas as taxas médias do dia útil imediatamente anterior à data base e data de vencimento do título. Normalmente, esses títulos são múltiplos de R\$ 1.000,00 na data-base, o que era definido pelo Bacen. Essa característica traz efeitos interessantes sobre a cotação da moeda estrangeira, que merecem ser analisados em maior detalhe, adiante.*

8.19. *Sobre essa atualização, ainda são acrescidos juros de 6% (seis por cento) ao semestre, calculada sobre o valor nominal atualizado.*

8.20. *Complementando o cálculo, os títulos possuem cotação de base 100, ou seja, 100% do valor nominal atualizado, que aplicada percentualmente ao valor nominal, resulta no PU do Título, ou seja, se possui cotação 105,0000, significa que o PU é 105% do valor nominal atualizado. Se a cotação do dólar na data-base era de R\$ 2,00 e na data de liquidação financeira fosse de R\$ 3,00, o valor nominal atualizado seria de R\$ 1.500,00 (1000 * (2,00/3,00)), logo o PU seria 1575,000000 (1500 * 1,05 (cotação)), e o valor de negociação, R\$ 1.575,00 por título.*

8.21. Para o cálculo do cupom cambial, devemos levar em conta o cupom pago semestralmente, de 6%, em conjunto com o valor de cotação (proporção entre valor nominal atualizado e valor negociado), anualizando o resultado.

8.22. Dessa forma, obtemos o valor de juros pago efetivamente ao possuidor do título, independentemente da variação cambial, em função do valor despendido para sua aquisição. Dada a complexidade e a falta de necessidade para a análise que desejamos fazer, a forma de cálculo do cupom cambial não será explicitada.

8.23. Para subsidiar a análise da matéria, é interessante verificar as características do mercado cambial brasileiro no período de 2001.

8.24. O Relatório do Mercado de Câmbio do Banco Central de outubro a dezembro de 2001 (vol. 2, fl. 290) apresenta a tabela 3.4, que mostra as médias diárias das operações comerciais e financeiras de câmbio contratado, realizadas por exportadores, importadores e financiadores comerciais. Pode-se constatar que, apesar das variações características de cada dia, a média diária de 2001 situou-se em US\$ 1,178 bilhões, em posições compradas e vendidas.

8.25. Obviamente, como existem vendedores que se contrapõem aos compradores para equilibrar a cotação, a posição, em separado, de compradores e vendedores é inferior a este valor. A média vendedora (financeira-venda, primário-venda e exportação) foi de US\$ 640,9 milhões e a média compradora (financeira-compra, primário-compra e importação) foi de US\$ 537,3 milhões. Com isso, podemos estimar que o mercado comercial diário de moeda estrangeira é inferior a US\$ 650 milhões.

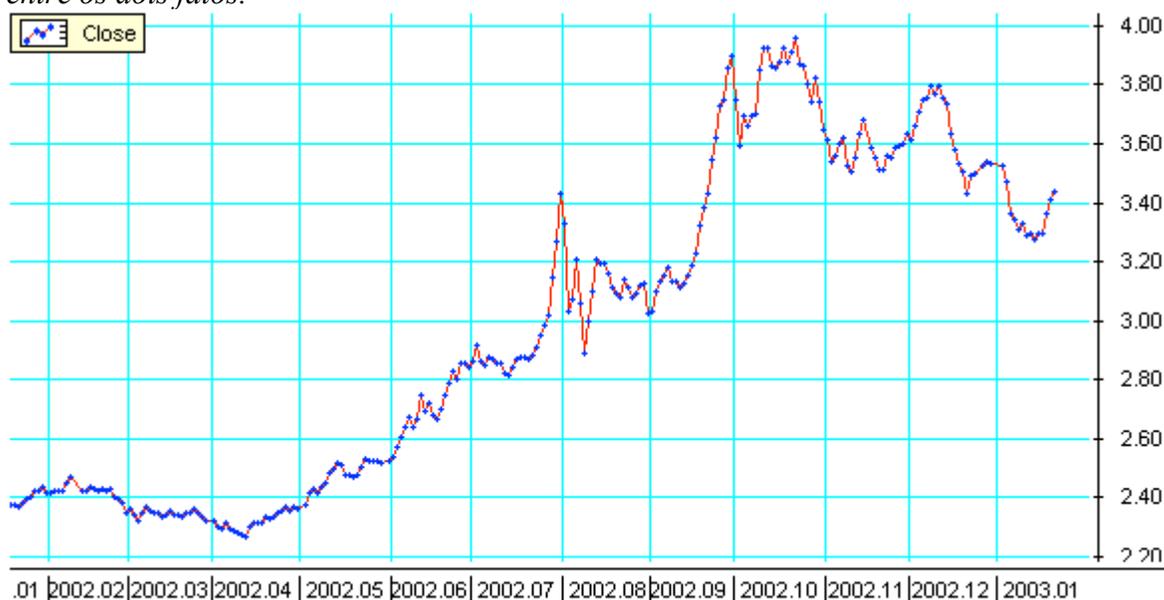
8.26. Entretanto, existem outros participantes do mercado de câmbio que não são exportadores, importadores e financiadores comerciais. São os participantes do Interbancário. No mercado interbancário a situação é bem diferente. A tabela 3.5 do mesmo Relatório (vol. 2, fl. 292), mencionado anteriormente, mostra que o volume total no ano de 2001 foi de US\$ 1.144,9 bilhões, o que dá, estimando-se 252 dias úteis por ano, uma média diária de US\$ 4,54 bilhões negociados. Infelizmente, por não haver no Relatório a posição comprada e vendida, em separado, para fins meramente didáticos, consideraremos que metade seja compradora e metade vendedora, o que resulta em um mercado diário de US\$ 2,27 bilhão, quase quatro vezes o tamanho do mercado comercial calculado anteriormente.

8.27. Este dado, mesmo se levarmos em conta uma margem de erro elevada, serve para mostrar o peso do Interbancário na formação da cotação da taxa de câmbio, se comparado com os exportadores, importadores e financiadores comerciais, uma vez que esses últimos participam com cerca de um quinto do mercado total. Dessa forma, também concluímos que o superávit ou o déficit comercial no Balanço de Pagamentos tem pouco efeito na determinação das cotações, devido à pressão muito mais significativa exercida pelo mercado interbancário.

8.28. Essa situação mostra que o Interbancário tem força suficiente para atuar nas cotações da moeda estrangeira sem que o restante do mercado consiga contrabalançá-lo. Com isso, a cotação que corrige os títulos cambiais (obtida na função Ptax800 do Sisbacen) pode sofrer alterações significativas de acordo com a movimentação desse mercado, abrindo espaço para operações de compra de moeda estrangeira em que os detentores de cambiais procuram subir as cotações próximo ao vencimento de seus títulos, propiciando o aumento da rentabilidade de seus ativos, devido à correção do valor nominal das cambiais.

8.29. Os efeitos líquidos desse tipo de operação no resultado do Banco Central, quando esse negocia NBCE, caso não haja grande vencimento de títulos, apesar de negativo, pode passar despercebido, uma vez que a dívida pode ser rolada sem maiores dificuldades. Entretanto, quando existe grande concentração de vencimentos de títulos, pode ocorrer de o Bacen não conseguir rolar parte da dívida ou ter de rolá-la com cupons muito elevados (cotações baixas dos títulos), uma vez que o mercado não consegue absorver de forma equilibrada tais cambiais, pois a oferta é muito maior do que a média diária dessas operações.

8.30. Com base nas oscilações bruscas ocorridas na cotação da moeda estrangeira nos anos de 2001 e especialmente em 2002, quando a cotação passou de 2,30 reais por dólar, em abril, atingindo 3,90 em outubro, expostas no gráfico 8.2, consideramos relevante analisar a concentração de vencimentos de títulos cambiais e a possibilidade de relação entre os dois fatos.



Fonte: www.economica.com.br

Gráfico 8.2

8.32. Ao analisarmos os quadros com perfil de vencimentos da Dívida Mobiliária Federal cambial, verificamos as seguintes variações para os vencimentos de 2001 e 2002.

posição	29.12.2000		30.03.2001		29.06.2001		30.09.2001		29.12.2001	
	NBCE	Total								
2001	34 159	53 376	30 078	44 724	24 621	36 574	9 648	17 586	-	-
I Tri	9 690	17 144	-	-	-	-	-	-	-	-
II Tri	8 760	12 689	9 573	14 542	-	-	-	-	-	-
III Tri	9 888	14 172	14 143	19 268	16 445	22 798	-	-	-	-
IV Tri	5 821	9 370	6 362	10 915	8 176	13 776	9 648	17 586	-	-
2002	14 772	23 716	16 142	27 752	35 145	49 769	62 514	87 274	53 633	70 436
I Tri	-	1 568	-	1 955	6 240	9 117	13 931	18 384	11 513	11 714
II Tri	6 179	7 788	6 752	9 185	11 955	15 199	21 593	28 476	18 419	26 457
III Tri	1 988	5 259	2 172	5 990	7 806	12 307	16 200	24 127	14 429	18 314
IV Tri	6 605	9 101	7 218	10 622	9 144	13 146	10 790	16 287	9 272	13 951

Tabela 8.5

8.31. A tabela 8.5, elaborada a partir de tabelas fornecidas pelo Bacen (vol. 5, fls. 797/799), mostra a evolução do montante de vencimentos de títulos cambiais para os trimestres de 2001 e 2002, em NBCE e no Total, que inclui as demais cambiais do TN, decorrentes de emissões feitas em 2001. Esse período foi selecionado em função da grande emissão de cambiais com objetivo de fornecer **hedge** ao mercado financeiro em função dos temores causados pela crise da Argentina, conforme noticiado pela imprensa e confirmado pelo próprio Bacen.

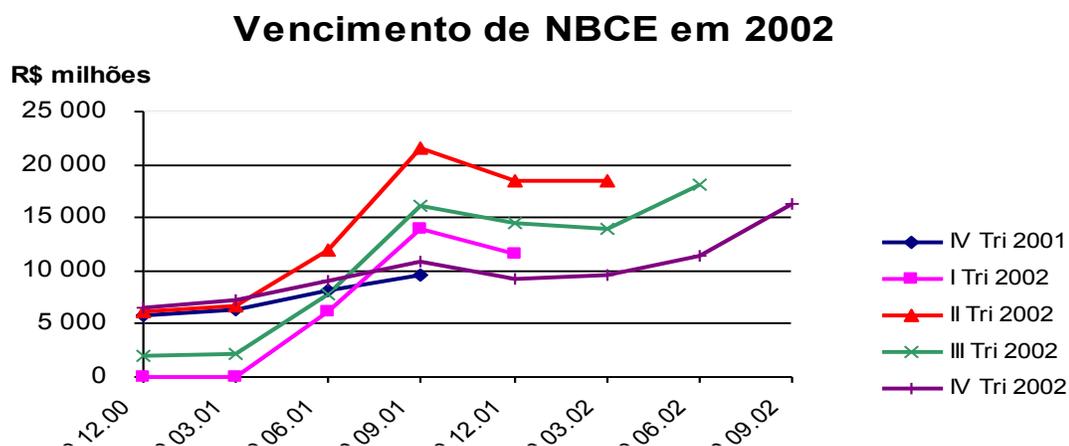
8.32. Levando-se em conta que a grande elevação da taxa de câmbio ocorreu nos 2º e 3º trimestres de 2002, concentraremos a análise dos vencimentos nestes dois períodos, porém, utilizando 2003 como auxílio na comparação.

8.33. Ao verificarmos os dados da tabela, é possível perceber que, até 29.06.2001, os vencimentos de NBCE nos 2º e 3º trimestres de 2002 situavam-se na casa dos R\$ 6 bilhões e R\$ 2 bilhões, respectivamente. Entretanto, a partir dessa data, os vencimentos para esses períodos sofreram grande aumento, atingindo, seis meses depois, em 29.12.2001, os valores respectivos de R\$ 18,4 bilhões e R\$ 14,4 bilhões, lembrando que a cotação da moeda estrangeira nessa data era, respectivamente de R\$ 2,29 e R\$ 2,32, por dólar norte-americano, praticamente estável, apesar das oscilações durante o período, o que comprova o crescimento real das posições cambiais.

8.34. Em relação às posições de 2002, a tabela 8.6 mostra que, até o meio do ano, a concentração ocorre nos 2º e 3º trimestres, não sofrendo grandes alterações devido ao 1º trimestre não ter apresentado grande valorização do dólar e de no 2º trimestre, época em que começou o processo de depreciação do real, terem ocorrido resgates de NBCE em troca de **swap** cambial.

posição	29.12.2001		30.03.2002		29.06.2002		30.09.2002	
	NBCE	Total	NBCE	Total	NBCE	Total	NBCE	Total
2002	53 633	70 436	42 021	60 051	29 470	48 518	16 282	34 336
I Tri	11 513	11 714	-	-	-	-	-	-
II Tri	18 419	26 457	18 460	26 718	-	-	-	-
III Tri	14 429	18 314	14 011	19 008	18 058	24 443	-	-
IV Tri	9 272	13 951	9 550	14 325	11 412	24 075	16 282	34 336
2003	34 783	39 902	34 795	42 654	41 841	55 215	34 289	48 982
I Tri	12 805	12 834	12 469	12 498	15 594	15 630	12 801	12 853
II Tri	11 915	14 398	12 306	17 517	14 335	20 408	11 978	19 330
III Tri	6 579	8 304	6 416	8 151	7 825	14 021	5 882	11 864

8.35.
retrat
perío
comp
de ve
repre
Maci
20070



Fonte: BC

Gráfico 8.3

8.36. Assim, fica comprovada a concentração, devido à grande emissão de NBCE, nos 3 primeiros trimestres de 2001.

8.37. Esse comportamento começou a ser observado a partir de 30.03.2001, justamente a época em que o Bacen efetuou grandes emissões de NBCE com objetivo de fornecer **hedge** ao mercado financeiro e evitar aumento das taxas de câmbio em função dos temores provocados pela Crise da Argentina, o que pode ter tido algum efeito, ainda que reduzido, para o ano de 2001, mas contribuiu sobremaneira para a elevação das taxas em 2002.

8.38. A tabela 8.7 mostra as principais emissões de NBCE feitas nesse período para vencimento em 2002.

Emissões de Títulos Cambiais em 2001 com vencimento em 2002									
Data do Leilão	TÍTULO	Data da Liquidação	Data de Vencimento	QTDE. (MIL)		TAXAS		FINANCEIRO	FINANCEIRO
				OFERTA	ACEITO	MED.	MAX.	R\$ MILHÕES	US\$ MILHOES
27/04/01	NBCE	2/05/01	14/03/02	800	800,0	8,75	8,88	1.012,1	463,3
15/05/01	NBCE	17/05/01	14/03/02	1.100	1100,0	8,84	8,89	1.483,3	638,8
24/05/01	NBCE	25/05/01	14/03/02	1.000	1000,0	8,35	8,50	1.371,9	583,9
25/05/01	NBCE	28/05/01	14/03/02	2.000	2000,0	9,72	10,45	2.707,8	1.157,0
30/05/01	NBCE	1/06/01	18/04/02	800	800,0	7,80	7,89	1.101,0	466,6
12/06/01	NBCE	15/06/01	17/10/02	1.100	1100,0	8,19	8,27	1.569,2	651,7
12/06/01	NBCE	15/06/01	18/04/02	900	900,0	7,36	7,39	1.271,3	528,0
15/06/01	NBCE	18/06/01	18/04/02	2.000	2000,0	8,54	8,84	2.801,2	1.163,3
21/06/01	NBCE	25/06/01	15/08/02	1.300	1300,0	8,32	8,37	1.821,0	781,7
27/06/01	NBCE	28/06/01	15/08/02	3.000	3000,0	10,74	11,49	4.093,9	1.761,9
12/07/01	NBCE	16/07/01	11/07/02	2.700	2700,0	10,43	11,23	3.892,0	1.524,0
30/07/01	NBCE	1/08/01	11/07/02	800	800,0	7,62	7,79	1.130,1	464,8
14/08/01	NBCE	16/08/01	25/07/02	1.150	1150,0	6,38	6,44	1.689,4	675,6
13/09/01	NBCE	14/09/01	21/02/02	5000	842	9,69	10,00	1.283,6	475,8
13/09/01	NBCE	14/09/01	21/02/02	4100	949	9,96	10,00	1.444,5	535,4
14/09/01	NBCE	17/09/01	21/02/02	3200	2580	10,26	11,00	3.928,0	1.455,6
21/09/01	NBCE	24/09/01	11/04/02	300	300	7,53	7,99	503,1	179,6
21/09/01	NBCE	24/09/01	11/04/02	300	300	8,25	8,65	501,3	179,0
21/09/01	NBCE	24/09/01	11/04/02	300	300	8,55	8,80	500,5	178,7
21/09/01	NBCE	24/09/01	11/04/02	300	300	7,09	7,30	504,2	180,0
21/09/01	NBCE	24/09/01	11/04/02	1000	1000	5,57	6,47	1.693,6	604,7
21/09/01	NBCE	24/09/01	11/04/02	2500	781	8,15	9,00	1.306,2	466,4
24/09/01	NBCE	25/09/01	11/04/02	500	500	9,54	10,25	820,5	296,5
24/09/01	NBCE	25/09/01	08/05/02	500	500	10,16	10,75	811,9	293,4
25/09/01	NBCE	26/09/01	08/05/02	500	500	7,92	8,40	806,4	297,2
26/09/01	NBCE	27/09/01	08/05/02	500	500	6,93	7,29	815,0	298,9

Fonte: BC

Tabela 8.7

8.39. Uma análise simplificada dos dados da tabela 8.7 já permite constatar a grande quantidade de vencimentos nos meses de julho e agosto. Nesses dois meses foram alocados vencimentos na ordem, respectivamente, de R\$ 6,7 bilhões, equivalente a US\$ 2,6 bilhões, e de R\$ 5,9 bilhões, equivalente a US\$ 2,5 bilhões, sendo que no primeiro mês, US\$ 2 bilhões vencendo em um só dia, 11.07.2002, e no segundo mês, US\$ 2,5 bilhões em um só dia, 15.08.2002.

8.40. Se levarmos em conta os demais vencimentos desses meses, que, devido à grande quantidade, optamos por não verificar um a um, mesmo que não ocorram nessas mesmas datas, sabemos que exercem influência nas cotações à medida que se realizam. Além disso, esses vencimentos, por representarem títulos lançados anteriormente aos analisados acima, apresentarão variação cambial maior, gerando maior ganho aos seus possuidores que, no vencimento, terão maior capacidade de negociação com o Bacen. Assim, já é possível conseguir compreender a razão pela qual a cotação da moeda estrangeira foi tão pressionada nesses períodos.

8.41. Com base nesses números, se compararmos com a média diária do mercado cambial, que, conforme dados fornecidos pelo Bacen nas tabelas 3.4 e 3.5 do Relatório de mercado cambial – abril a junho de 2002 - ficou em torno de US\$ 2.897 bilhões $[1095,4$ (média do total do câmbio contratado) + $4.698,6$ (média do total do interbancário) / 2 (devido ao total incluir oferta e demanda de moeda, quando a média aproxima o valor médio de uma das pontas de mercado)] no ano de 2002, vemos que o vencimento, em um dia, que o Bacen desejava que o mercado absorvesse, representava quase o mesmo valor, US\$ 2,6 bilhões, o que importa dizer que nesse dia, o mercado cambial brasileiro dobraria, o que, sem dúvida, exerce grande influência no desequilíbrio das taxas.

8.42. Na realidade, o mercado não absorveria dólares, mas teria dinheiro disponível para comprá-los, o que, por si só já é de grande influência nas cotações, dando grande poder de barganha aos possuidores desses títulos, que poderiam, caso o Bacen não aceitasse suas taxas de rolagem elevadas, sair do negócio e adquirir moeda estrangeira.

8.43. Como não interessa ao Bacen que isso aconteça, pois pressiona ainda mais a cotação da moeda estrangeira, ampliando a desvalorização do real, esse acaba aceitando rolar a dívida a qualquer preço, utilizando para isso os **swaps**. Dessa forma, percebe-se que o Bacen fica refém do mercado devido a uma situação que ele mesmo criou ao emitir cambiais em valor tão acima do que seria absorvido, normalmente, pelo mercado e justifica a ocorrência de elevadas taxas de **swap**, o que abordaremos adiante.

8.44. Um questionamento que se faz é: porque tão grande quantidade de títulos vencendo, emitidos com objetivo de fornecimento de **hedge**, se o mercado de câmbio é tão menor? Não podemos esquecer que o mercado comprador de moeda estrangeira pode até se aproximar das quantidades de vencimento, porém, existe um mercado vendedor que também supre a moeda procurada.

8.45. Além disso, após o vencimento, se o mercado, realmente, desejasse proteger-se da variação cambial para cumprir compromissos externos, haveria uma corrida para a compra de divisas que terminaria por desequilibrar o câmbio, não havendo nenhum efeito a atuação salvaguardadora do Bacen.

8.46. Outro ponto que se conclui é a razão pela qual as cotações da moeda estrangeira não conseguiram recuar significativamente após esses vencimentos. Isso deveu-se à emissão, a partir de março de 2002, de NBCE para vencer no 4º trimestre desse mesmo ano. O que surpreende é o aumento dos vencimentos ocorridos após o dia 29.06.2002,

época em que já não era mais permitido ao Bacen a emissão de títulos, vedação imposta pelo art. 34 da LRF. Como então pôde ocorrer tal aumento?

8.47. Em função dessa dúvida, novo questionamento foi feito ao Bacen, que em resposta (vol. 4, fl. 536) informou que tal variação ocorreu em função do aumento da cotação da moeda estrangeira, que precifica tais títulos, o que, em função dos dados da tabela de vencimento de NBCE e pelos demonstrativos contábeis das referidas contas (vol. 3) comprova-se a não-ocorrência de emissão no período, dirimindo a dúvida em relação à questão.

8.48. O gráfico da cotação do dólar em 2001 e 2002, gráfico 8.4, mostra que a tentativa de conter a alta da taxa de câmbio, pelo uso de NBCE, não alcançou sucesso entre abril e setembro de 2001, mesmo porque, no 3º trimestre de 2001 ocorreram vencimentos de NBCE na ordem de R\$ 16,4 bilhões, valores bem superiores aos costumeiros, o que, sem dúvida, já era um presságio da elevação cambial que viria a ocorrer em 2002, por conta de posições semelhantes.



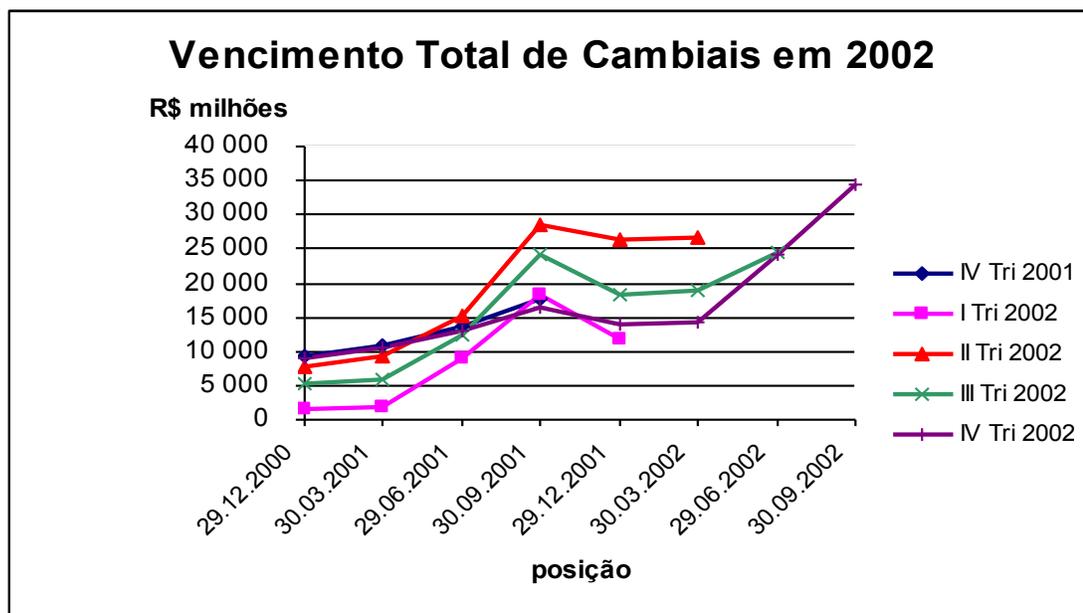
fonte: www.economica.com.br

Gráfico 8.4

8.49. Atribuir-se a alta do dólar aos atentados de 11 de setembro também não é convincente, pois a cotação já vinha em trajetória de alta muito antes desses, o mesmo podendo-se dizer das expectativas quanto ao resultado eleitoral.

8.50. Se fosse verdadeiro o fato de a variação cambial estar diretamente correlacionada às expectativas eleitorais brasileiras, como explicar as altas volatilidades das cotações, ocorridas nas passagens de um mês para outro no 2º semestre de 2002? Seria razoável que as cotações mantivessem-se estáveis, ainda que em patamar elevado, pois o quadro não sofrera muita alteração nesses meses, tendo o vencedor do pleito já consolidado sua vitória desde o primeiro semestre. Muito mais viável é correlacionar-se a alta das cotações à concentração de vencimentos cambiais, ocorrendo a volatilidade em função das especulações próximo aos vencimentos que influenciam a base de cálculo da remuneração dos títulos, assim como em função dos vencimentos na bolsa de futuros.

8.51. O gráfico 8.5 mostra o total de vencimentos de títulos cambiais no ano de 2002, subsidiando a discussão sobre a concentração de vencimentos a ser feita adiante.



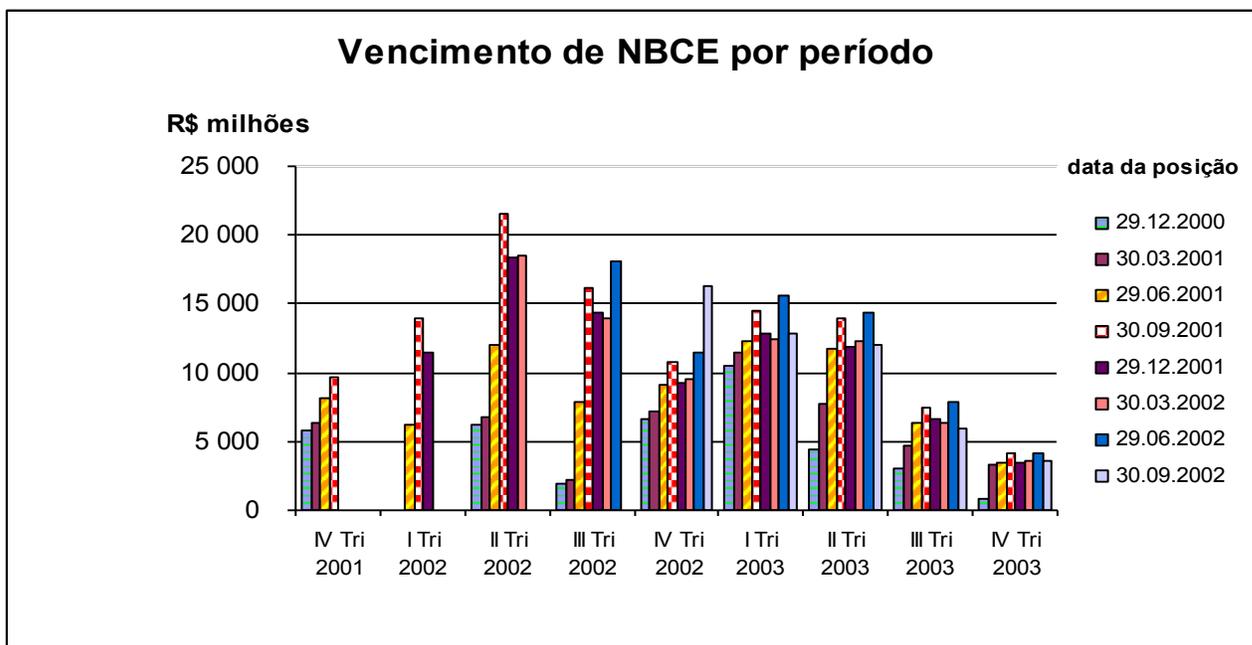
Fonte: BC

Gráfico 8.5

8.52. O gráfico 8.5 mostra que a tendência de concentração de vencimentos não foi contrabalançada por menores emissões por parte do Tesouro Nacional, mostrando que a ação do BC não levou em conta os riscos que a concentração de seus títulos poderia propiciar se combinada com uma ação do TN na mesma linha estratégica.

8.53. Novamente, percebe-se a existência de grande valor de vencimentos para o 4º trimestre de 2002, um dos fatores que impediu o recuo da cotação da moeda estrangeira, após o período eleitoral, considerado pelo Bacen como o maior influenciador de seu aumento.

8.54. A concentração de NBCE nos trimestres apontados fica muito clara com auxílio do gráfico 8.6.



Fonte: BC

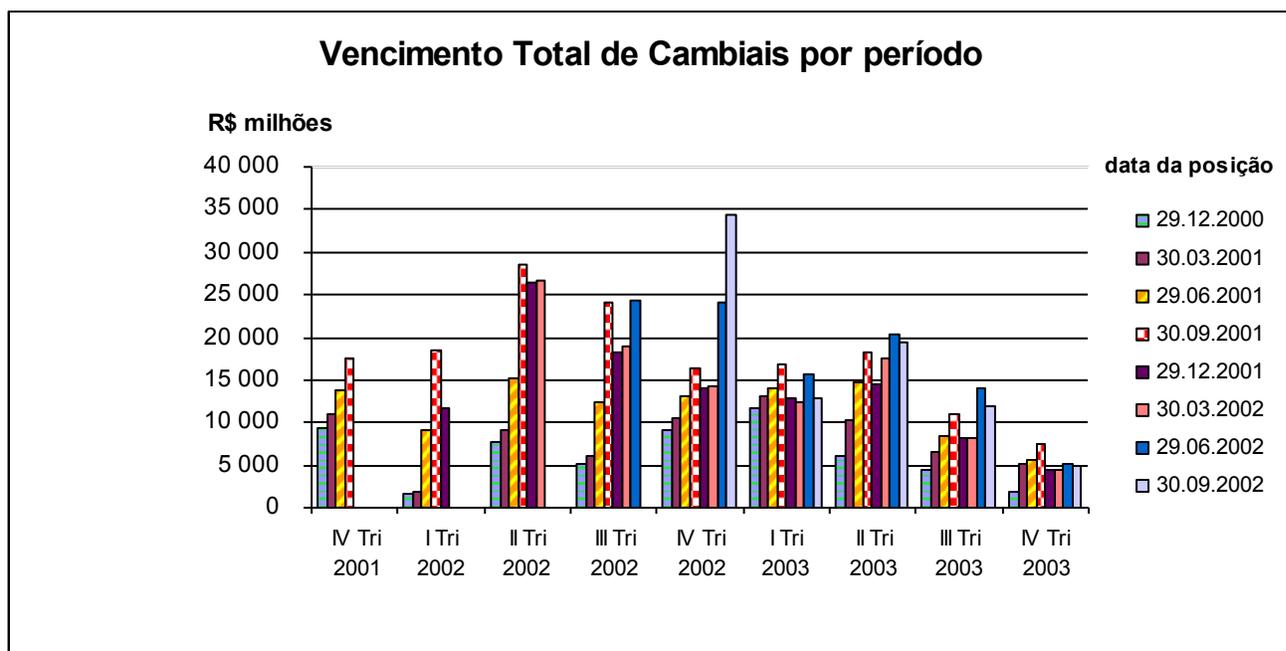
Gráfico 8.6

8.55. Neste gráfico, pode-se acompanhar a colocação de títulos NBCE ao longo de 2001. O que se percebe é que até 29.06.2001 (terceira barra vertical da esquerda para a direita) existia uma tendência à colocação de títulos um pouco mais direcionada para o 1º e 2º trimestres de 2003, ainda que não ocorresse, numericamente, muita diferença entre os períodos de vencimento, ocorrendo crescimento equilibrado no volume de vencimentos de 2003 e final de 2002. Porém, já nessa data, é possível perceber-se um crescimento anormal do volume de vencimentos nos 3 primeiros trimestres de 2002.

8.56. Entretanto, a partir desta data, até 30.09.2001, verificou-se uma elevada colocação e concentração de vencimentos nos 3 primeiros trimestres de 2002, chegando a serem ultrapassados o vencimentos de 2003, demonstrando, também, o encurtamento do prazo das cambiais NBCE.

8.57. O Bacen, mesmo justificando que o encurtamento de prazo está fora de sua alçada de controle, por ser uma imposição de mercado, deveria ter evitado a utilização da colocação de cambiais para execução de política cambial, já considerada sem respaldo legal e técnico, e a concentração de vencimentos o que o colocou em posição vulnerável quando das rolagens em 2002, contribuindo, sem dúvida, para elevação das taxas de câmbio.

8.58. O gráfico 8.7, que mostra o total de vencimentos, esclarece que, apesar do crescimento do volume, havia um equilíbrio no perfil de vencimentos devido às posições do TN; entretanto, a partir de 29.06.2001, o Bacen, por meio de suas emissões, desequilibrou os vencimentos e provocou uma concentração inadequada.



Fonte: BC

Gráfico 8.7

8.59. A análise dos dados a partir de 2002 mostra o agravamento da concentração nos 3º e 4º trimestres de 2002. De maneira diferente, para os vencimentos de 2003, procurou-se evitar a concentração excessiva em determinado período, ainda que o 2º trimestre de 2003 tenha apresentado maior elevação do que os demais.

8.60. Diante da comprovação da concentração de vencimentos no período que abrange o 2º e o 3º trimestre de 2002, é necessário verificar-se como foram distribuídos esses vencimentos e concluir a viabilidade das rolagens ou resgates, o que será feito na próxima subseção.

8.61. Por fim, cabe esclarecer que, apesar da cotação da moeda estrangeira ter subido no período e os gráficos apresentados serem com base em reais, não há como se falar que a desvalorização inviabiliza uma análise desse tipo, baseando-se no fato de os vencimentos não serem ajustados a mercado, ou seja, novos vencimentos com mesmo valor em reais que antigos vencimentos seriam, na verdade, menores, em quantidade de moeda estrangeira.

8.62. *O que se buscou fazer foi uma análise comparativa entre vários trimestres, de acordo com várias posições nos anos de 2001 e 2002. Com isso, a desvalorização do real impactou por igual os vencimentos em todos os trimestres. Se ocorreu uma concentração em determinado período de uma posição para outra, é porque, em termos de vencimento em dólar, também houve tal concentração.*

8.63. *Por fim, deve-se ressaltar que, apesar de não ter sido desenvolvido cálculo de modelamento econométrico, existem indícios suficientes, dada a lógica e observação dos fatos, de concentração de vencimentos cambiais que prejudicaram o equilíbrio do mercado e permitiram a especulação cruzada entre mercados cambial e monetário, promovendo forte desvalorização cambial.*

Dispêndios provocados pelas operações de Swap

8.64. *Como mencionado anteriormente, no decorrer de 2002, especificamente a partir de abril desse ano, o Bacen passou a realizar operações de **swap**, inicialmente atreladas à colocação de LFT. Poucas operações foram realizadas nesses moldes concentradas, praticamente, no mês de abril daquele ano.*

8.65. *A partir de 26 de abril de 2002, o Bacen passou a realizar operações de **swap** sem a colocação conjunta de LFT, chamados **swaps** cambiais solteiros, o que, de acordo com o conteúdo da Resolução CMN n.º 2.939/2002 e Circular BCB n.º 3.099/2002, não era uma necessidade regulamentar, uma vez que tais normativos nada mencionam a respeito do uso de LFT em conjunto com **swap**, sendo essa uma decisão técnica vinculada às necessidades de fornecimento ou retirada de liquidez monetária ao Sistema Financeiro.*

8.66. *Inicialmente, é interessante analisar um dos efeitos que vêm sendo atribuídos às operações com **swap**, que é a redução significativa do cupom cambial, conforme ampla divulgação feita pelo Bacen por meio de seu informativo Focus, em especial o de 27 de junho de 2002 (vol. 2, fl. 228/232).*

8.67. *Nesse informativo é disponibilizado gráfico que mostra que as colocações de 3 anos, feitas com NTN-D, apresentavam prêmios pagos sobre as taxas de referência entre 250 e 300 pontos base, enquanto que os prêmios pagos nas **swaps** cambiais ficavam abaixo de 50 pontos base.*

8.68. *Existe, porém, uma particularidade nessa análise que inviabiliza uma comparação direta, ou pelo menos, mascara a realidade dos prêmios cobrados, propiciando a melhora apontada sem, no entanto, significar uma melhora para os resultados do Bacen.*

8.69. *A particularidade é a diferença de formato e rentabilidade entre os dois instrumentos, título cambial e **swap**. No título cambial, o Bacen recebe reais, que passam ao seu ativo. Como contrapartida, compromete-se a cobrir a variação cambial, caso essa seja negativa ao adquirente do título, acrescido de taxa de juros sobre o valor nominal atualizado, existindo, no momento da negociação, deságio ou ágio, que comporá, junto com os juros semestrais, o que se chama de 'cupom cambial'. Com os reais em caixa, o Bacen pode, devolvendo liquidez ao mercado que se viu com menos moeda, emprestar o dinheiro e receber uma taxa de juros.*

8.70. *No cálculo do prêmio do título cambial, o valor que o Bacen receberá, caso empreste o dinheiro em seguida, não é computado, o que abateria o resultado líquido do 'cupom cambial'. Isto, sem dúvida, é correto, pois tratam-se de operações diferentes que podem ou não ocorrer na mesma proporção. Porém, devido à necessidade do Bacen de manter os níveis de moeda estáveis, é natural que isso ocorra, e até mesmo, esperado.*

8.71. *Já no **swap**, o Bacen compromete-se a pagar uma variação cambial desfavorável ao adquirente, mas esse também se compromete a pagar uma taxa de juros, no caso a DI.*

Dessa forma, o cálculo do prêmio da colocação, já embute o valor do juro a receber por parte do Bacen, o que torna a comparação com o prêmio do título, insubsistente.

8.72. Por essa razão é que os prêmios caíram, não por melhora na qualidade da colocação. Caíram pelo simples fato de, no primeiro caso, não ser descontado um possível ganho de juros pelo Bacen, enquanto que, no segundo caso, esse ganho é descontado. Importante lembrar que, no primeiro caso, o Bacen recebe reais na operação, enquanto que, no segundo, não há entrada de dinheiro na efetivação do negócio, salvo os ajustes que venham a ocorrer.

8.73. Dessa forma, concluímos que não é possível, de início, a admissão de queda dos prêmios em função de melhora na qualidade das colocações de **swap**, ao contrário do que o Bacen deseja transparecer.

8.74. Em relação aos resultados obtidos com tais operações, achamos conveniente destacar as principais características dos negócios utilizados para rolagem de dívida cambial. Com base em planilha fornecida pelo Bacen, extraímos os seguintes dados relativos ao período entre setembro e novembro, uma vez que constatamos a ocorrência de rolagens envolvendo taxas elevadíssimas, o que demandaria um estudo mais aprofundado com objetivo da apuração de eventual prejuízo ao Bacen.

ROLAGENS DE DÍVIDA CAMBIAL REALIZADAS SOMENTE COM SWAP CAMBIAL												
Data do Leilão	TÍTULO	EMISSÃO	Data de Liquidação	Data de Vencimento	Prazo (dias)	QTDE. (MIL)		Taxa média a.a.	Taxa média a.m.	Taxa média a.d.	Taxa média período	Financeiro US\$ milhões
						Oferta	Aceito					
5/9/2002	SWAP C	11/9/2002	11/9/2002	1/11/2002	51	Até 6300	6245	29,49	2,18	0,072	3,68	300,5
6/9/2002	SWAP C	11/9/2002	11/9/2002	2/1/2003	113	Até 8700	6560	32,93	2,40	0,079	9,21	298,5
9/9/2002	SWAP C	11/9/2002	11/9/2002	2/1/2003	113	Até 11000	10130	31,42	2,30	0,076	8,83	462,9
27/9/2002	SWAP C	1/10/2002	1/10/2002	20/1/2005	842	Até 6500	4350	22,75	1,72	0,057	60,46	132,4
8/10/2002	SWAP C	17/10/2002	17/10/2002	16/7/2003	272	Até 5000	4000	35,21	2,55	0,084	25,21	157,0
8/10/2002	SWAP C	17/10/2002	17/10/2002	13/10/2004	727	Até 10000	8000	27,47	2,04	0,067	62,16	239,7
11/10/2002	SWAP C	17/10/2002	17/10/2002	1/11/2002	15	Até 10200	10200	47,36	3,28	0,108	1,61	501,6
14/10/2002	SWAP C	17/10/2002	17/10/2002	1/11/2002	15	Até 14200	14200	68,77	4,46	0,145	2,17	693,9
14/10/2002	SWAP C	17/10/2002	17/10/2002	2/1/2008	1903	Até 8000	5300	18,99	1,46	0,048	147,56	103,0
29/10/2002	SWAP C	1/11/2002	1/11/2002	2/12/2002	31	Até 19000	19000	53,37	3,63	0,119	3,70	912,1
30/10/2002	SWAP C	1/11/2002	1/11/2002	2/12/2002	31	Até 14500	14500	41,10	2,91	0,096	2,97	702,0
30/10/2002	SWAP C	1/11/2002	1/11/2002	15/12/2004	775	Até 3300	3300	24,73	1,86	0,061	59,87	100,6
8/11/2002	SWAP C	14/11/2002	14/11/2002	3/2/2003	81	Até 4500	2310	34,33	2,49	0,082	6,77	107,7
8/11/2002	SWAP C	14/11/2002	14/11/2002	16/7/2003	244	Até 7200	5075	27,78	2,06	0,068	17,81	213,0
8/11/2002	SWAP C	14/11/2002	14/11/2002	15/12/2004	762	Até 5000	4000	24,05	1,81	0,060	56,82	124,5
12/11/2002	SWAP C	14/11/2002	14/11/2002	2/1/2003	49	Até 6300	2100	38,25	2,74	0,090	4,44	100,2

Fonte: BC

Tabela 8.8

8.75. Ao observarmos os dados da tabela 8.8, constatamos a ocorrência de rolagens, pelo período de 15 dias (14/10 a 1/11) com taxas de desconto equivalentes, para o período, de 68,77% a.a., ao que se acrescerá a variação cambial, sobre um montante de US\$ 693 milhões. Outros negócios, como por exemplo o de 29.10, com taxa de 53,37% a.a. por um período de cerca de um mês.

8.76. Segundo o Bacen, tais taxas são até certo ponto, aceitáveis, pois, devido ao prazo curto, a moeda estrangeira pode sofrer fortes variações negativas, compensando o

aparente lucro com a taxa negociada. No primeiro caso destacado, a variação do período coberta pelas taxas são, respectivamente, de 2,17% e 3,70%.

8.77. De fato, a moeda estrangeira oscilou muito nesse período, como se observa no gráfico 8.2, o que mostra que essas taxas, devido ao alto grau de incerteza quanto à precificação adequada do câmbio, apresentam-se dentro das expectativas de mercado.

8.78. Porém, o Bacen, ao fornecer este tipo de proteção ao mercado, deixou de beneficiar-se, pelo menos em parte, com a queda das cotações, pois parte desse ganho deveria ser transferido aos possuidores do **swap**. Ainda que não seja um objetivo natural de um Banco Central, a obtenção de lucro, o fato de fornecer proteção ao mercado contra uma possível alta da moeda estrangeira implica que, caso a alta não ocorra, ou até uma baixa aconteça, o Banco Central receberia a remuneração pela compra do risco do mercado.

8.79. Entretanto, as altas taxas de **swap** já demonstram que o mercado esperava muito mais uma queda acentuada da moeda estrangeira do que sua valorização. Caso o temor fosse de alta das cotações, o mercado aceitaria prêmios cada vez menores, pois haveria grande interesse pela procura de proteção.

8.80. Porém, em função do posicionamento fragilizado do Bacen, que necessitava rolar suas dívidas, oriundas da concentração de vencimentos de títulos cambiais, conforme exposto anteriormente nesta instrução, o mercado pôde exigir taxas que compensassem os riscos naturais da atividade financeira, principalmente quando esta é de natureza especulativa, protegendo-se, não somente de uma alta da moeda estrangeira, fornecida pelo **swap**, mas também de uma queda nessas cotações, fornecida pelo alto valor das taxas de **swap**.

8.81. Nos casos de períodos mais longos, como os dos contratos de 14.10 com vencimento em 2.1.2008, prazo pouco superior a 5 anos (1903 dias), as taxas atingiram 18,99% a.a., e em colocações de 2 anos, como a de 30.10 com vencimento em 15.12.2004 (775 dias), as taxas atingiram 24,73% a.a.

8.82. Dessa forma, os ganhos auferidos pelos adquirentes dos **swaps**, tornam-se elevadíssimos e, levando-se em conta que o mercado pode captar no exterior a taxas muito mais baixas que as taxas internas, uma operação cruzada envolvendo empréstimo externo e **swap** interno, pode resultar em elevado lucro sem risco cambial, obviamente, às custas do Bacen, mesmo considerando as perdas ocorridas pela troca da taxa de juros que, como se sabe, apresentam juro real (descontada a inflação interna) inferior a estes valores.

8.83. Essa situação reflete, em parte, o risco do País diante de seus compromissos e a desvalorização excessiva da moeda nacional, mas também mostra que o Banco Central foi capturado pelo mercado, sem dúvida, graças à concentração de dívidas cambiais já discorrida.

8.84. Adicionalmente, devemos lembrar que o documento Focus (vol. 2, fls. 228/232) analisado anteriormente informava como prêmios para colocações de 2 anos de títulos cambiais, taxas entre 170 e 250 pontos base, que chegam até a ser inferiores às taxas do **swap**, o que além de corroborar a tese de que os prêmios não baixaram, ainda demonstra que, em alguns casos, aumentaram.

8.85. Conforme apurado e demonstrado no início deste capítulo, o prejuízo acumulado no ano de 2002, decorrente dos ajustes diários com os **swaps**, alcançou R\$ 14,19 bilhões, o que representou grande fator de influência no resultado negativo consolidado do Bacen, em 2002, de R\$ 17,19 bilhões. Levando-se em conta que, nos mercados financeiros,

quando há um perdedor sempre haverá um vencedor, os participantes do mercado que operaram **swaps** com o Bacen obtiveram expressivos ganhos pecuniários.

8.86. Diante do posicionamento do Bacen como comprador de risco, visto que ofertou produtos financeiros para tal, ainda que sem respaldo legal, fica clara a ocorrência de favorecimento pecuniário a determinados grupos financeiros, no caso os Bancos que operavam **swaps**, o que fere a moralidade pública e a economicidade e merece investigação pormenorizada por parte do Ministério Público, com vista a apurar os interesses e beneficiários de tais operações que causaram prejuízos aos cofres públicos.

9. Descumprimento dos acordos firmados junto ao Fundo Monetário Internacional – O ‘Encilhamento’ de Swaps

9.1 Preliminarmente, cabe destacar trecho da Correspondência do Ministro da Fazenda, Sr. Pedro Sampaio Malan, e do Presidente do Banco Central, Sr. Armínio Fraga Neto, ao Diretor Gerente do Fundo Monetário Internacional, Sr. Horst Köhler, datada de 4 de março de 2002, encaminhando Memorando Técnico de Entendimento – MTE (vol. 7):

*‘Como é de seu conhecimento uma parcela da dívida pública interna está indexada ao câmbio. A fim de aumentar a eficiência da rolagem de volume relativamente grande desses títulos a ocorrer nos próximos meses pretendemos começar a emissão de dívida indexada ao câmbio em duas etapas: emissão de título denominado em moeda doméstica remunerado por taxa de juros pós-fixada e emissão de instrumento financeiro livre de risco cambial (**stripped foreign exchange insurance instrument**). Essa é a mudança de natureza técnica e não aumentará a exposição do setor público ao câmbio. Contudo permitindo que o preço de cada componente da dívida seja determinado separadamente possibilitará redução do custo de rolagem da dívida indexada ao câmbio a vencer nos próximos meses.*

O governo planeja usar esse novo procedimento apenas para rolar a dívida indexada ao câmbio existente. Ademais é mantida a intenção de reduzir o número dessas operações ao longo do tempo conforme as condições de mercado permitam e de aumentar o estoque da dívida indexada ao câmbio apenas em circunstâncias extraordinárias. Com base nesses entendimentos requeremos que o critério de desempenho referente à não utilização de contratos futuros e a termo de câmbio seja modificado a fim de permitir o aqui proposto conforme já disposto no MTE em anexo.’

9.2 O que merece destaque na correspondência, que busca a autorização para negociação de derivativos, são as premissas utilizadas e os compromissos assumidos.

9.3 As duas premissas apresentadas, que não puderam ser comprovadas, afirmam que o uso de tais instrumentos aumentaria a eficiência da rolagem dos títulos cambiais e possibilitaria a redução do custo dessa rolagem.

9.4 Como eficiência, entende-se que seja uma facilidade na rolagem de tais títulos, ou seja, o Banco Central não encontraria dificuldades em encontrar aplicadores de recursos, quando do vencimento dos títulos, dispostos a aplicar em operação semelhante. O que se verificou foi justamente o contrário, uma vez que o Bacen não conseguiu rolar com facilidade as dívidas devido à grande quantidade de vencimentos concentrados, não tendo o **swap** contribuído para melhora do quadro.

9.5 Devido à ineficiência dos **swaps**, a premissa da redução dos custos de rolagem ficou inconsistente, o que se comprovou com as elevadas taxas embutidas, já verificadas e analisadas anteriormente

9.6 Com relação aos compromissos assumidos, destacam-se a emissão de dívida em duas etapas, uma com títulos pós-fixados em moeda doméstica e outra com o instrumento financeiro livre de risco cambial, e o não-umento da exposição do setor público ao câmbio, pois apenas rolaria a dívida indexada existente.

9.7 Quanto à emissão em duas etapas, verificou-se que foi descartada logo no início das negociações com **swaps**, permanecendo o uso do derivativo que trocava juros DI por variação cambial, diferente da proposta feita ao FMI.

9.8 Em relação ao compromisso de não aumentar a exposição cambial, por apenas negociar os instrumentos na quantidade necessária a rolar a dívida existente, verificou-se, como será discutido adiante, que as negociações de **swap** aumentaram tal exposição.

9.9 Contudo, os Memorandos Técnicos de entendimento de março e junho de 2002 (vol. 7) não apresentaram tal autorização, conforme destaca-se abaixo (texto idêntico aos dois).

‘(vi) Critérios de desempenho para exposição do BCB e do Tesouro nos mercados a termo.

17. O BCB e o Tesouro continuarão a se abster de negociar contratos a termo (em moeda estrangeira ou outros, quer diretamente, quer por intermédio de qualquer instituição atuando como agente financeiro. Esse é um critério de desempenho nos termos do acordo **Stand-by**. Essa limitação não se aplica aos contratos a termo emitidos pelo BCB ou pelo Tesouro, tanto diretamente como através de qualquer instituição desempenhando o papel de agente financeiro, referente às transações destinadas à rolagem dos instrumentos de dívida indexados à taxa de câmbio existentes, conforme descritos na correspondência do Ministro da Fazenda e do Presidente do Banco Central, datada de 4 de março de 2002.’

9.10. A modificação pleiteada só veio a ser incluída no MTE de setembro de 2002 (vol. 7), como se comprova no trecho a seguir.

‘(vi) Critérios de desempenho para exposição do BCB e do Tesouro nos mercados de derivativos.

16. O BCB e o Tesouro Nacional continuarão a se abster de negociar contratos de futuros, a termo e outros derivativos (envolvendo reais frente a moedas estrangeira), que aumentem a exposição cambial sem afetar o nível das reservas internacionais líquidas, quer diretamente, quer por intermédio de qualquer instituição atuando como seu agente financeiro. Este é um critério de desempenho contínuo nos termos do acordo **stand-by**. Esta limitação não se aplica aos contratos de futuros, a termo ou outros **swaps** cambiais e outros derivativos (sujeitos a consulta prévia ao corpo técnico do FMI) emitidos pelo BCB ou pelo Tesouro Nacional, quer diretamente, quer por intermédio de qualquer instituição atuando como seu agente financeiro, referentes às transações destinadas à rolagem dos instrumentos de dívida existentes indexados à taxa de câmbio e **swaps** cambiais desde o fim de março de 2002.’

9.10 Entretanto, a modificação pleiteada só permitiu as transações destinadas à rolagem de instrumentos de dívida existentes indexados à taxa de câmbio e de **swaps** já existentes, ainda que estes não possuíssem autorização de negociação, conforme MTE’s anteriores.

9.11 Porém, o que se verificou foi o aumento da exposição, com a realização de leilões de **swap** sem qualquer correlação com a dívida vincenda.

9.12 Na tabelas a seguir, feitas com as informações colhidas em planilhas fornecidas pelo BACEN e em tabelas expostas anteriormente neste relatório, fica demonstrado o

aumento da exposição no 3º trimestre de 2002 e diminuição, ainda que insuficiente para cobrir o aumento anterior, no 4º trimestre de 2002.

<i>Dívida cambial BACEN e TN a vencer no 3º trim/02 – posição de 28/06/2002</i>	<i>US\$ 8.594 milhões (R\$ 24.443 milhões)</i>
<i>SWAP a vencer no 3º trim/02, emitido no 2º trim/02</i>	<i>Nil</i>
<i>SWAP a vencer no 3º trim/02, emitido no 3º trim/02</i>	<i>US\$ 3.929 milhões</i>
<i>SWAP emitido no 3º trim/02</i>	<i>US\$ 22.304 milhões</i>
<i>SWAP resgatado no 3º trim/02</i>	<i>US\$ 4.205 milhões</i>
<i>SWAP líquido emitido no 3º trim/02</i>	<i>US\$ 18.099 milhões</i>
<i>SWAP excedente emitido no 3º trim/02</i>	<i>US\$ 9.505 milhões</i>

Fonte: BC

Tabela 9.1

9.13 O cálculo da posição excedente foi feito subtraindo-se do valor de **swap** emitido no trimestre, o valor resgatado, e do valor resultante, ou **swap** líquido, o valor da dívida cambial, o que resultou no excedente de US\$ 9,505 milhões além da permissão do acordo estabelecido junto ao FMI.

<i>Dívida cambial BACEN e TN a vencer no 4º trim/02 – posição de 30/09/2002</i>	<i>US\$ 8,817 milhões (R\$ 34.336 milhões)</i>
<i>SWAP a vencer no 4º trim/02, emitido no 2º trim/02</i>	<i>US\$ 1.255 milhões</i>
<i>SWAP a vencer no 4º trim/02, emitido no 3º trim/02</i>	<i>US\$ 4.614 milhões</i>
<i>SWAP a vencer no 4º trim/02, emitido no 4º trim/02</i>	<i>US\$ 3.718 milhões</i>
<i>SWAP emitido no 4º trim/02</i>	<i>US\$ 12.557 milhões</i>
<i>SWAP resgatado no 4º trim/02</i>	<i>US\$ 10 milhões</i>
<i>SWAP líquido emitido no 4º trim/02</i>	<i>US\$ 12.547 milhões</i>
<i>SWAP excedente emitido no 4º trim/02</i>	<i>- US\$ 2.139 milhões</i>

Fonte: BC

Tabela 9.2

9.14 No caso do 4º trimestre, a diferença consiste em subtrair, também, os **swaps** emitidos anteriormente a vencer no trimestre, pois a autorização do acordo alcança suas rolagens, o que resultou numa diminuição da exposição em US\$ 2,139 milhões, insuficiente para cancelar o excedente anterior, mas servindo como um indício das possíveis causas da redução da cotação da moeda norte americana neste período.

9.15 A limitação do uso de derivativos tem por objetivo evitar o aumento da exposição cambial sem que seja sensibilizado o nível das reservas internacionais líquidas, uma vez que as reservas são um contrapeso natural da exposição cambial.

9.16 Por exemplo, se o País contrai empréstimo externo, aumenta a exposição cambial; em contrapartida, as suas reservas aumentam, diminuindo o risco de falta de moeda forte para honrar o compromisso. Assim, o sistema fica equilibrado e os riscos são minimizados.

9.17 No caso de exposição sem aumento de reservas, caso não apenas dos **swaps** cambiais, como também dos títulos cambiais, não há limites ou contrapesos ao endividamento, podendo ficar o País com endividamento interno em moeda estrangeira sem que exista geração de renda e produto, internamente, sem valor suficiente para cobrir a desvalorização cambial.

9.18 Além disso, os rendimentos dessas aplicações, caso fossem remetidos ao exterior, estariam sensibilizando negativamente as reservas, sem que anteriormente tivessem sensibilizado positivamente, aumentando cada vez mais a necessidade de entrada de moeda estrangeira para a sua recomposição.

10. Conclusões

10.1. Em função dos fatos apresentados e analisados, conclui-se que:

10.2. O Banco Central realizou operações financeiras, **swaps**, sem que houvesse previsão legal para tais na Lei n.º 4.595/64. (§s 2.4 a 2.8)

10.3. O Banco Central utilizou instrumento de política monetária, os títulos cambiais, com intenção de alcançar objetivos de política cambial, ferindo as regras de utilização de tais instrumentos, estabelecidas pela Lei n.º 4.595/64, que define os instrumentos adequados a cada caso. (§§ 2.3 e 7.3 a 7.10)

10.4. O Banco Central atuou no mercado aberto de títulos públicos, ofertando títulos cambiais próprios, concentrando vencimentos, o que contribuiu, sobremaneira, para a formação de movimentos especulativos que elevaram as cotações da moeda estrangeira que referencia esses títulos. (§§ 8.17 a 8.63)

10.5. O Banco Central realizou operações com derivativos, ferindo o estabelecido em acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional, em setembro de 2002, o que expõe o País a sanções. (capítulo 9)

10.6. O Banco Central forneceu garantia contra elevação da moeda estrangeira, **hedge**, ao mercado financeiro, sem que seja sua atribuição legal, o que acabou por desequilibrar o mercado cambial, contribuindo para a formação de movimentos especulativos que elevaram as cotações da moeda estrangeira, favorecendo os interesses de participantes do mercado financeiro, o que deve ser averiguado em pormenor pelo Ministério Público. (§§ 2.9 a 2.11, 7.14 a 7.31 e 8.85 a 8.86)

10.7. O Banco Central, ao negociar contratos derivativos com a BM&F, realizou operações de caráter financeiro com entidade civil, sem fins lucrativos, o que não é permitido pela Lei n.º 4.595/64. (§§ 7.32 a 7.35 e 7.41 a 7.45)

10.8. Fica claro que o Bacen, ao fornecer proteção de risco cambial, deu a segurança que o mercado necessitava para especular com o dólar em posição contrária à do Banco. Quanto mais segura a operação, maiores os riscos que podem ser assumidos em busca de maiores ganhos. A essência do mercado é o risco; se o Bacen garante o risco, desequilibra o mercado, o que resultou na elevação da taxa de câmbio a valores incompatíveis com os fundamentos econômicos brasileiros.

10.9. Por fim, cumpre esclarecer que as justificativas apresentadas de que sem tais operações a cotação da moeda estrangeira alcançaria valores muito maiores, além ser improvável é incomprovável, figurando como hipótese, o que não é adequado para justificar tamanho prejuízo apurado, sem contar os decorrentes da alta do dólar, como os relacionados à elevação de juros com objetivo de conter a pressão inflacionária gerada pela desvalorização.

10.10. *Atribuir-se a alta do dólar aos atentados de 11 de setembro, também não é convincente, pois a cotação já vinha em trajetória de alta muito antes desses fatos, o mesmo podendo-se dizer das expectativas quanto ao resultado eleitoral.*

10.11. *Se fosse verdadeiro o fato de a variação cambial estar diretamente correlacionada às expectativas eleitorais brasileiras, como explicar as altas volatilidades (grande variação de valor) das cotações, ocorridas nas passagens de um mês para outro no 2º semestre de 2002. Seria razoável que as cotações mantivessem-se estáveis, ainda que em patamar elevado, pois o quadro não sofrera muita alteração nesses meses, tendo o vencedor do pleito já consolidado sua vitória desde o primeiro semestre.*

10.12. *Muito mais viável é correlacionar-se a alta das cotações à concentração de vencimentos cambiais, ocorrendo a volatilidade em função das especulações próximas aos vencimentos que influenciam a base de cálculo da remuneração dos títulos, assim como em função dos vencimentos na bolsa de futuros.*

11. Proposta de encaminhamento

Diante dos fatos apurados e analisados, propomos, com fundamento no art. 69, VI, da Resolução TCU n.º 136/2000, e no art. 237, VI, do Regimento Interno do Tribunal, c/c o art 43. II da Lei n.º 8.443/92:

- a) *audiência dos responsáveis do Banco Central do Brasil, Sr. Armínio Fraga Neto e Luiz Fernando Figueiredo, respectivamente Presidente e Diretor de Política Monetária da instituição, e dos Diretores Carlos Eduardo de Freitas, Daniel Luiz Gleizer, Ilan Goldfajn, Sérgio Darcy da Silva Alves, Tereza Cristina Grossi Togni, Edison Bernardes dos Santos, para que apresentem razões de justificativa pela autorização das operações de **swap** cambial, dada pela aprovação do Voto BCB n.º 103/2002, de 26 de março de 2002, e dos Membros do Conselho Monetário Nacional, Srs. Pedro Sampaio Malan e Martus Tavares, que em conjunto com o Sr. Armínio Fraga Neto aprovaram o voto CMN n.º 23/2002, de 26 de março de 2002, contrariando as disposições da Lei n.º 4.595/64, no que se refere às operações de política cambial e monetária, ao fornecimento irregular de garantias financeiras (**hedge**) fora das atribuições do Bacen, realização de operações com ente não autorizado por não se tratar de instituição financeira, bem como em relação à inexistência de previsão legal para a realização de tais operações, culminando em perdas de R\$ 14,19 bilhões, configuradas no balanço de 31/12/2002 da instituição;*
- b) *audiência do Sr. Luiz Fernando Figueiredo, Diretor de Política Monetária do Bacen, pela prática de operações em contrariedade ao disposto em acordo celebrado pela República Federativa do Brasil e o Fundo Monetário Internacional, em especial a realização de operações sem aval do FMI no período de abril a setembro de 2002 e após esta data, em desacordo com a autorização estabelecida;*
- c) *determinação ao Banco Central para que promova, de imediato, estudos para a elaboração de regimento interno, definindo cronograma para sua implementação, definindo, com clareza e especificidade, as atribuições dos Diretores e servidores em cargo de chefia;*
- d) *determinação ao Banco Central do Brasil para que suspenda, cautelarmente, a realização de novas operações de **swap** cambial, até decisão definitiva do Tribunal, na forma do art. 45, §1º, I, da Lei n.º 8.443/92;*

e) *encaminhamento de cópia desta instrução à comissão de Fiscalização Financeira e Controle da Câmara dos Deputados, à Comissão de Assuntos Econômicos do Senado, ao Ministério da Fazenda e à Controladoria-Geral da União.*”

4. O Secretário acolheu a proposta no que diz respeito às audiências, com a ressalva de que o trecho relativo às perdas no Balanço da Instituição deveria ser suprimido. De acordo com o Titular da Unidade, *“não está configurado nos autos que tal prejuízo deu-se por relação exclusiva e direta das operações em comento. No período examinado, houve vários fatores que podem ter contribuído para a variação cambial, como o fato de ser ano de eleições presidenciais no Brasil e o contexto internacional bélico”* (fls. 1132/1134 – vol. 7).

5. Antes que eu examinasse a proposta da 2ª Secex, o Banco Central encaminhou Memorial com informações e esclarecimentos sobre a matéria, acompanhado da Nota Técnica “Operações de **Swap** do Banco Central do Brasil”, produzida no Demab – Departamento de Operações do Mercado Aberto, e do Parecer 2002/0077/Dejur/Gabin. Determinei o exame da documentação pela 2ª Secex, que produziu a instrução de fls. 1176/1183, onde são rebatidas as afirmações constantes do memorial do Bacen:

“3. *A documentação enviada consiste em ‘Memorial’ (vol. 7, fls. 1141/1147), Nota Técnica do Demab (vol. 7, fls. 1149/1155) e parecer jurídico (vol. 7, fls. 1156/1175).*

4. *Entre os documentos constata-se, de início, que o parecer jurídico é cópia de documento já analisado (vol. 3, fls. 421/438), cujo conteúdo não esclarece ou acrescenta elementos novos à análise e, portanto, não modificam o entendimento já concebido na instrução anterior (fls. 19/60). Quanto aos demais documentos, analisaremos o denominado ‘Memorial’ da Procuradoria do Bacen, uma vez que a Nota técnica esclarece, apenas, aspectos operacionais dos swaps.*

(...)

6. *Em seguida, o parecer da Procuradoria ressalta a primeira objeção às afirmações da instrução da Representação, reproduzida a seguir:*

*‘A primeira objeção diz respeito à natureza dos **swaps** previstos pela Lei n.º 4.595, de 1964 (itens 2 e 3, fl. 1128). Alega-se que, à ocasião, não existiam instrumentos derivativos como os que hoje se dispõe. Tal objeção demonstra desconhecimento do método evolutivo de interpretação. A lei não é estática, mas deve adequar-se ao fluir da história; antigos instrumentos devem ser adaptados para, dentro do espírito da lei, possibilitar o atendimento de novas necessidades sociais. Ora, mesmo que a lei não dissesse uma palavra a respeito dos **swaps**, não seria possível, deste simples fato deduzir a impossibilidade de seu emprego como instrumento de política monetária. Isso ocorre porque a Lei n.º 4.595, de 1964, atribuiu ao Banco Central do Brasil a responsabilidade pela regular execução da política monetária e cambial e, em especial, a atuação no sentido do funcionamento regular do mercado cambial (art. 11, III). Nada impede – e, antes, tudo aconselha – que, para bem desempenhar tal mister, a autoridade monetária utilize os instrumentos previstos em lei dentro de uma compreensão que os torne aptos a fazer face às imperiosas demandas da estabilidade monetária.’*

6.1. *Destacamos, inicialmente, que os **swaps** mencionados na Lei n.º 4.595/64 constam do art. 4º, competências privativas do Conselho Monetário Nacional, inciso XXXI, que é baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições. Ou seja, uma operação cambial, a ser realizada no*

mercado de câmbio, diferente da operação de **swap** de taxa de câmbio por juro, que é a operação monetária realizada no mercado de derivativos interno, esta última utilizada pelo Bacen com propósitos de fornecer **hedge** ao mercado financeiro. Os dois instrumentos existem, têm nomes assemelhados, visto que significam troca de posições (**swap places**), mas não são a mesma coisa, conforme análise na instrução anterior.

6.2. A afirmação do parecer, de que há desconhecimento do método evolutivo de interpretação, demonstra que a natureza financeira dos instrumentos utilizados em operações cambiais é ignorada, caso do **swap** de posições em moedas estrangeiras, destacado no art. 4º, inciso XXXI, da Lei Bancária, bem como os utilizados no mercado de derivativos, caso do **swap** de taxa de câmbio por taxa de juros.

6.3. Além disso, o método evolutivo não tem poder de atribuir diferente significado ao instrumento mencionado na lei, que é do mercado cambial, com objetivo específico de atender interesses ocasionais de outros mercados.

6.4. Decerto o Bacen, conforme menciona o parecer, tem a responsabilidade pela regular execução da política monetária e cambial, utilizando, para isto, os instrumentos previstos em lei dentro de uma compreensão que os torne aptos a fazer face às imperiosas demandas da estabilidade monetária.

6.5. Entretanto, para executar política monetária, o Bacen deve utilizar instrumentos de política monetária, e no caso da política cambial, instrumentos de política cambial, o que parece óbvio. Sem dúvida os novos instrumentos que surgem com a evolução das técnicas financeiras não podem ser deixados de lado pelo Bacen. Os novos instrumentos de política monetária devem, portanto, ser utilizados dentro da execução da política monetária e os novos de política cambial, dentro da execução desta última política. Jamais utilizar um instrumento de uma política para a execução de outra.

6.6. O que se verificou, entretanto, foi a utilização de um instrumento do mercado de derivativos como um instrumento cambial, aspecto já analisado na instrução inicial, item 4. Para auxiliar no entendimento do âmbito da política cambial, devemos analisar o art. 11, III, também destacado no parecer como justificativa para as operações de derivativos realizadas pelo Bacen.

6.7. Tal dispositivo define, como competência do Bacen, 'atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial.'

6.8. Para que o dispositivo possa ser analisado sem armadilhas sofisticas, devemos nos ater ao significado técnico dos termos mencionados, visto que é um assunto técnico de natureza econômico-financeira, e não a práticas de interpretação que procuram agregar novas semânticas ao que está escrito, com objetivo de atender raciocínios jurídicos específicos e desejados.

6.9. O primeiro termo é 'atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial'. Para entender o significado da assertiva, e entender o campo de atuação do Bacen, é preciso saber do que se trata o mercado cambial.

6.10. Mercado cambial é o encontro de participantes que desejam negociar câmbio, ou seja, cambiar posições em moedas. Pode ser de moeda nacional por estrangeira, ou de estrangeira por estrangeira. Com base nos desejos de compra e venda destes ativos é

formada a taxa de câmbio, que é o quanto de moeda que o mercado está disposto a trocar por uma unidade de outra.

6.11. *'da estabilidade relativa das taxas de câmbio' é justamente a relação entre as moedas estrangeiras. Caso haja maior procura por compra de uma determinada moeda que afete o preço relativo de outra, o Bacen deve atuar para evitar distorções que levem a uma perda numa terceira moeda, que pode ser a nacional. Ex: dólar a R\$ 3,00, euro a R\$ 4,00. Se o euro estiver cotado a 1 dólar, existe um desequilíbrio relativo entre as duas moedas, o que pode levar a uma elevação do dólar em reais, que poderia chegar a R\$ 4,00, caso euros fossem vendidos a R\$ 4,00 e com os quatro reais fosse possível comprar R\$ 1,33 dólares, elevando, devido ao aumento de procura, à uma elevação da taxa de câmbio R\$xUS\$.*

6.12. *'e do equilíbrio no balanço de pagamentos' que é justamente uma taxa de câmbio que faça as exportações se compensarem com as importações, no aspecto comercial, ou as remessas se equilibrarem com os ingressos financeiros, no aspecto financeiro. Caso não ocorra, pode resultar em uma quebra no balanço de pagamentos com conseqüente escassez de divisas, o que travaria as relações comerciais futuras, pois os remetentes e importadores não poderiam pagar suas dívidas em moeda estrangeira por falta delas.*

6.13. *O equilíbrio pode ser alcançado pelas ferramentas descritas no próprio dispositivo legal 'podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque,' sendo estes todos os mecanismos que interferem nas cotações da taxa de câmbio, por realizarem operações dentro do mercado de câmbio.*

6.14. *Toda e qualquer atuação do Bacen que vise ampliar sua forma de atuação em relação aos tipos de instrumentos mencionados na lei, o que é aceitável, dada a mutação dos mercados financeiros e a necessidade de uma interpretação legal mais dinâmica, deve, sempre, ficar vinculada ao propósito do dispositivo, que é a atuação no mercado cambial.*

6.15. *A discricionariedade da atuação, pautada no juízo de oportunidade e conveniência, também deve estar vinculada à atuação no mercado cambial, que é o mercado referido pelo dispositivo. As argumentações de que a lei deve ser interpretada de forma ampla, para não restringir sua utilidade, até são compreensíveis, ainda que o Banco Central, nas questões relacionadas ao sigilo bancário, faça interpretações inteiramente restritivas, não concedendo acesso ao TCU, em relação a dados que julga não serem do interesse desta Corte, caso dos empréstimos de liquidez e redesconto. Porém, a forma ampla de interpretação não tem o poder de inventar novos conceitos ou ampliar os limites de atuação além da legalidade.*

6.16. *O mercado onde se negociam contratos de **swap** de variação cambial por juros, não é mercado cambial, pois não há operação de câmbio envolvida, nem há razões para crer que os preços do mercado cambial sejam formados por negociações no mercado de **swap** de variação cambial por juros.*

6.17. *Para que fique clara a utilização dos **swaps** cambiais, devemos definir denominado Contrato de **Swap** cambial com ajuste periódico, classificado como contrato financeiro de taxa de juro pela Bolsa de Mercadorias & Futuros, cujo objeto de negociação é:*

'O diferencial entre a taxa de juro efetiva e a variação cambial, definidas para esse efeito como:

a) a taxa de juro efetiva de Depósitos Interfinanceiros (DI), definida para esse efeito pela acumulação das taxas médias diárias de DI de um dia, apuradas pela Central de Custódia e de Liquidação Financeira de Títulos (Cetip), para o

período compreendido entre a data da operação, inclusive, e a data de vencimento, exclusive.

b) a variação cambial, medida pela taxa de câmbio de reais por dólar dos Estados Unidos da América, negociada no segmento de taxas livremente pactuadas, cotação de venda, para entrega pronta, contratada nos termos da Resolução 1690/90, do Conselho Monetário Nacional (CMN), apurada e divulgada pelo Banco Central do Brasil (Bacen), por intermédio do Sisbacen (transação PTAX800, opção '5', cotação de fechamento, para liquidação em dois dias), e observada entre o dia útil anterior à data da operação, inclusive, e a data de vencimento, exclusive.'

6.18. *Não há, portanto, venda ou compra de dólares ou outros ativos que produzam impacto nas reservas internacionais e, conseqüentemente, não existe repercussão no mercado cambial, o que descaracteriza qualquer relação direta com a política cambial.*

6.19. *Em uma análise superficial, pode-se afirmar que, por se tratar de uma negociação referenciada em dólares, existirá repercussão no mercado físico.*

6.20. *Esta assertiva, ainda que pareça razoável, é tecnicamente errada, uma vez que o preço do mercado à vista é formado pelas intenções de compra e venda daqueles que, realmente, necessitam ou desejam adquirir ou desfazer-se de moeda estrangeira, o que pode estar vinculado a remessas para pagamento ou simples transferências. Se existisse repercussão, outros contratos também influenciariam o mercado de dólar, pois seguem cotações internacionais, sendo referenciados em dólar, caso da soja, que é cotada em dólares por tonelada métrica, do café, do açúcar e outros que sigam este modelo.*

6.21. *Portanto, as necessidades de moeda estrangeira não se modificarão no futuro em função de fatores que não sejam oriundos de remetentes e destinatários de moeda estrangeira, o que torna o contrato de **swap** cambial incompatível com a atuação no mercado cambial apresentada no art. 11, III, da Lei n.º 4.595/64, pois, mesmo que seja para **hedge** de posições, no futuro o capital que foi protegido será convertido em moeda estrangeira e remetido, não havendo, portanto, uma diminuição da procura futura de divisas por conta da existência de derivativos de câmbio.*

7. *A segunda objeção do parecer à instrução apresentada na Representação destaca, em síntese, que '...a nota da 2ª Secex (fls. 1128 a 1131) confunde um dos eventuais usos dos **swaps** pelos particulares (qual seja, a proteção contra a variação cambial – o chamado **hedge**) com o seu emprego como instrumento de política monetária', '... as razões para as intervenções do Banco Central do Brasil no mercado de **swaps** estão ligadas às finalidades públicas cuja consecução foi, por lei, assinalada a esta Autarquia, em especial no alusivo às pressões exercidas sobre o dólar no mercado à vista' e '...todos os instrumentos privados de política monetária fornecidos ao mercado são utilizados, pelos agentes do mercado, segundo interesses privados, o que não retira o seu valor como instrumentos idôneos ao exercício da política monetária e cambial.'*

7.1 *A primeira assertiva, que afirma ter ocorrido confusão entre o uso do contrato de **swap** como instrumento de **hedge** com as finalidades de política monetária não possui correlação lógica com o teor da instrução. Primeiramente, o Bacen sempre afirmou que utilizou o instrumento com intuito de fornecer **hedge** ao mercado, sendo, portanto, uma afirmação da entidade, não do Tribunal, o que é descrito na instrução.*

7.2 *Quanto às finalidades de política monetária, ora assumidas pelo Bacen, quando anteriormente alegavam política cambial, não existe uma relação entre a abertura de um contrato de **swap** e o controle de moeda e juros. Se a idéia é retirar dinheiro do mercado*

pela venda de contratos, tal objetivo poderia ser alcançado até pela realização de negócios com contratos agropecuários da BM&F, o que mostra o absurdo da idéia.

7.3 Quanto à segunda assertiva, que trata da consecução assinalada ao Bacen para o controle do dólar no mercado à vista, constatamos, conforme análise do item anterior, que não há controle da moeda estrangeira por derivativos, uma vez que não há negócios no mercado de câmbio, o que os desabilitam como instrumentos de política cambial.

7.4 Da mesma forma, o controle de juros, que seria objeto de política monetária, também parece não ter sentido. Isto é comprovado pelo fato das taxas negociadas com o **swap** terem atingido níveis absurdos, próximos a 70% a.a., em outubro e novembro de 2002, o que comprova a ineficácia do instrumento na condução da política monetária.

7.5 A terceira assertiva, que procura censurar a posição contrária da instrução em relação ao uso dos derivativos, afirmando que o entendimento proposto era de que o mercado nunca poderia utilizar um instrumento do Bacen a seu favor, não condiz com o teor da instrução.

7.6 O mercado pode e deve procurar tirar vantagens dos instrumentos ofertados, não havendo inidoneidade nisto. Nessa situação se enquadram os títulos públicos, que pagam juros ao comprador. O que não é admissível é o Bacen assumir uma posição diante do mercado para qual não é habilitado legalmente, que é fornecer **hedge** ou comprar risco, ou utilizar instrumentos destinado a um determinado fim, com intuito de atingir interesse diverso, caso do uso de derivativos para controle do mercado cambial.

7.7 Pode-se, ainda, argumentar que, caso o Banco Central não fornecesse **hedge** ao mercado, ocorreria migração para o mercado à vista. Entretanto, os participantes do mercado que procuram fazer **hedge**, o desejam por não possuírem condições de liquidar ou receber, no presente, recursos que se concretizarão no futuro.

7.8 Por exemplo, se um importador necessita pagar uma importância em dólares dentro de 1 mês, caso possua os recursos, pode pagar à vista e obter um desconto. Entretanto, como na maioria das vezes o recurso com o qual deseja pagar só estará disponível em data futura, provavelmente dentro daquele mês, em moeda nacional, para que o importador não fique exposto à variação cambial que o faça não receber em quantidade suficiente para efetuar o pagamento, recorre aos contratos futuros ou **swaps** cambiais. Isto ocorre uma vez que nos mercados comerciais e financeiros trabalha-se com fluxo de recursos, assumindo-se compromissos à medida que compromissos são assumidos com este.

7.9 Como ao recorrer aos mercados derivativos, não é necessária a compra da totalidade da posição, apenas o depósito de margem de garantia, não é necessário ter toda a quantia à vista. Obviamente, se o promitente pagador possuir a quantia, não faz sentido executar **hedge**, uma vez que este implica custos, além de expor as partes a riscos de oscilações no preço dos contratos, que necessitam ser ajustados diariamente, isto sem contar na estrutura necessária para se administrar tais contratos, uma vez que exigem um acompanhamento diário das posições a pagar e a receber.

7.10 Dessa forma, o uso de derivativos de taxa de câmbio só se justifica quando não haja, à vista, recursos para fechamento das posições, e que o risco de exposição à variação cambial mostre-se relevante em relação aos custos para operação em tais mercados.

7.11 Assim, a assertiva de que sem **hedge** todos os que possuem posições em derivativos referenciados à taxa de câmbio correriam desenfreadamente para o mercado à vista é absurda, pela simples razão de não haver dinheiro para isto. Se houvesse, porque não

liquidar logo os passivos e obter desconto? Além da economia na dívida, haveria economia em emolumentos e corretagens, com risco muito menor.

8. *Um outro ponto levantado pelo Bacen foi que a instrução da Representação afirmou que o Banco passou a utilizar o **swap** como forma de contornar a Lei de Responsabilidade Fiscal.*

8.1 *De fato, isto foi uma afirmação do Bacen, ao informar que a utilização deste instrumento viria a suprir a lacuna que a proibição da emissão de títulos próprios ocasionou, no comando, segundo este, da política cambial.*

8.2 *Não houve, em momento algum, confusão entre emissão de títulos próprios e **swap**. Não são a mesma coisa, assim como política monetária e cambial também não são. Cada um é instrumento diferente que opera em mercados diferentes e tem objetivos diferentes, sendo, inclusive, desconhecimento técnico, afirmar-se que teriam os mesmos objetivos. A análise detalhada das operações e das argumentações inicialmente apresentadas pelo Banco constam da instrução inicial, itens 5, 6 e 7.*

9. *Quanto à terceira e última objeção do parecer, verificamos que esta contesta a necessidade de previsão legal para o uso de derivativos, tomando por base a Lei n.º 4.595/64, art. 4º, V, que conferiu ao CMN a competência para fixar as diretrizes e normas de política cambial; art. 4º, VI, disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas; art. 4º, XIX, estabelecer normas a serem observadas pelo Bacen em suas transações com títulos públicos; art. 4º, XXXI, baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.*

9.1 *Tal embasamento legal não diz respeito a operações com derivativos, pois estas não são de política cambial, como estabelece o art. 4º, V, não são operações de crédito, como estabelece o art. 4º, VI, não envolvem títulos públicos, como estabelece o art. 4º, XIX, nem são operações de câmbio ou de **swap** de moedas, referenciados no art. 4º, XXXI.*

9.2 *A objeção ainda menciona, como fundamento legal, o art. 3º, III, que estabelece como objetivo do CMN a regulação do valor externo da moeda e o equilíbrio do balanço de pagamentos do País, tendo em vista a melhor utilização dos recursos em moeda estrangeira, e o art. 3º, V, que estabelece como objetivo do CMN o aperfeiçoamento das instituições e dos instrumentos financeiros, com vistas à maior eficiência do sistema de pagamento e de mobilização de recursos.*

9.3 *Como não há relação entre operações de **swap** cambial com o mercado à vista de moeda estrangeira, conforme já comprovamos, não há porque considerar-se o art. 3º, III, como fundamento legal, bem como o art. 3º, V, visto o sistema de pagamentos e a mobilização de recursos não terem relação com o caso e o aperfeiçoamento das instituições e instrumentos financeiros não representar uma autorização de uso, por parte do Bacen, destes mesmos instrumentos, o que levaria a imaginar que o Bacen pode operar contratos futuros de soja ou café.*

9.4 *Por fim, encerrando o rol de fundamentações legais, é mencionado o art. 11, III, já devidamente analisado nos itens anteriores, em que não teve poder de dar conformidade à prática de operações com derivativos ao Bacen.*

10. *Diante das argumentações apresentadas, mantemos o entendimento da instrução original, alterando o item relacionado à adoção do Regimento Interno e a suspensão cautelar das operações de **swap** que, em função dos posicionamentos assumidos pelo Bacen neste mercado, não podem ser revertidos subitamente.*

10.1. *Informamos, também, que, a menção do prejuízo de R\$ 14,19 bilhões tem por objetivo mostrar o grau de exposição ao risco a que está submetido o Banco Central, não podendo ser desconsiderado um função de resultados positivos posteriores, mesmo que os superem. Pois como também sabemos, o Bacen não tem por objetivo apresentar lucros, característica muitas vezes já levantada pelos dirigentes do Banco.*

10.2. *Reforçamos, também, que as questões relacionadas às eleições presidenciais de 2002 não representam argumentações técnicas à escalada do dólar comercial no 2º semestre de 2002, ao contrário das grandes posições a vencer em NBCE concentradas naquele período, o que, combinadas com as operações de **swap**, foram as reais responsáveis pela desvalorização cambial ocorrida, quando o dólar comercial atingiu a cotação de R\$ 4,00.*

10.3. *Com relação às argumentações relacionadas ao cenário bélico internacional, lembramos que a guerra do Iraque ocorreu no 1º semestre de 2003, não resultando em elevação da moeda estrangeira no período, o que o desfigura como álibi para a desvalorização de 2002.*

10.4. *Convém lembrar que, passados os vencimentos de NBCE de 2002, o dólar comercial desvalorizou-se frente ao real, alcançando cotação inferior a R\$ 3,00, ainda em 2003.”*

6. O Analista mantém a proposta de encaminhamento da instrução anterior, salvo em relação ao Regimento Interno, em que se limita a propor determinação para que o Bacen o disponibilize em sua página **internet**, e em relação à proposta de suspensão cautelar das operações de **swap** cambial, substituída por determinação para que a autarquia apresente ao TCU alternativa às referidas operações ou forma de adequá-las à legislação vigente.

7. O Titular da Unidade Técnica acompanhou a proposta do Analista, exceto quanto às determinações, cuja adoção entende que deva ser avaliada quando do exame das razões de justificativa.

8. Diante da relevância da matéria, solicitei a oitiva do Ministério Público, que atendeu mediante o parecer de fls. 1192/1195, transcrito em parte a seguir:

*“A nosso ver, não há disposição legal que expressamente autorize a realização de operações de **swap** cambial pelo Banco Central do Brasil, mesmo porque o vetor normativo que estabelece as competências do Bacen e do Conselho Monetário Nacional – CMN – (Lei nº 4.595, de 1964) é datado de época em que não se cogitava, sequer, da existência dessa modalidade de operação em sua forma cambial. Entretanto, dispositivos genéricos dessa lei dão suporte à realização de tais operações. Veja-se, por exemplo, os inc. V (‘fixar diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;’), VI (‘disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas, inclusive aceites, avais e prestações de quaisquer garantias por parte das instituições financeiras;’) e XXXI (‘baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.’) [grifamos], que autorizam o CMN a expedir normas para regulação da execução das políticas monetária e cambial a cargo do Bacen.*

*Sem dúvida, a ausência de normativo expresso que regule a operação de **swap** cambial não impede que o gestor de um múnus público deixe de praticar atos estritamente em prol do interesse público. Na prática, a impossibilidade de utilização de mecanismo semelhante à **swap** cambial geraria insegurança para os agentes de mercado, deixando-os sujeitos aos riscos inerentes às atuais economias globalizadas, nas quais, periodicamente,*

*ocorrem variações significativas nas taxas de câmbio. Tanto assim que a **swap** cambial tem o condão de contrabalançar as variações bruscas na taxa de câmbio, que em fevereiro de 2005 o próprio Bacen utilizou esse instrumento de forma diametralmente oposta, tendo em vista situação cambial diversa com tendência de valorização da moeda nacional, fazendo uso de um novo derivativo, então chamado de **swap** cambial reversa.*

*Assim entendido, e tomando em consideração também a lição doutrinária invocada nos itens 18 e ss. no Parecer 2002/00077/Dejur/GABIN (fls. 421 a 438 do Vol. 3, com cópia às fls. 1156 a 1175 do Vol. 7), está claro não ter havido malferimento do princípio da reserva legal quando o CMN editou a Resolução nº 2.939, de 2002 (fl. 442 do Vol. 3), autorizando o Bacen a realizar operações de **swaps** referenciadas em taxas de juros e variação cambial.*

*Como corolário desse entendimento, afigura-nos legal a edição da Carta Circular nº 3.099, de 2002 (fl. 444), por meio da qual o Bacen regulamentou as operações de **swap**.*

*No tocante à possível infringência ao art. 34 da Lei de Responsabilidade Fiscal – LRF – (Lei Complementar nº 101, de 2000: ‘O Banco Central do Brasil não emitirá títulos da dívida pública a partir de dois anos após a publicação desta Lei Complementar.’), entendemos que, a rigor, a **swap** não é um título propriamente dito, sendo mais adequado caracterizá-la como um contrato, que objetiva a uma troca futura de fluxos de caixa de forma a proteger as partes contra oscilação de taxas ou outros riscos derivados de fatores macroeconômicos, especialmente as variações das taxas de câmbio. Nesse enfoque, as operações de **swap** cambial realizadas pelo Bacen não envolvem a emissão de títulos, mas a permuta de posições atreladas à variação cambial por outras vinculadas às taxas de juros internas. Não vislumbramos, portanto, agressões ao disposto no art. 34 da LRF.*

Da mesma forma, observamos que, à luz da LRF, a vedação imposta ao Bacen diz respeito apenas à emissão de títulos da dívida pública após 04/05/2002. Cabe ressaltar, porém, que o objetivo maior da LRF foi justamente estabelecer o equilíbrio das contas públicas, sobressaindo, como um dos pilares, a redução do endividamento. Com esse desiderato, a LRF dispôs que os limites de endividamento seriam estabelecidos em lei (art. 30) e anualmente fixados pela Lei de Diretrizes Orçamentárias – LDO – (art. 4º, § 1º). Assim visto, eventuais excessos de endividamento global, por parte do Bacen, devem ser examinados à luz da LDO e da Lei Orçamentária Anual ou aferidos por ocasião da apresentação dos demonstrativos de cumprimento de objetivos e metas das políticas monetária, creditícia e cambial (art. 9º, § 5º).

Como decorrência desse entendimento, pensamos, diferentemente da linha de raciocínio empreendida no item 6.6 e ss. de fl. 1178, que a competência atribuída ao Bacen não está restrita a instrumentos específicos e previamente positivados em lei, mesmo porque a economia é altamente dinâmica, reagindo constantemente a pressões do mercado e influências político-econômicas globais. Não nos parece razoável que às autoridades monetárias seja negada a possibilidade de utilização de medidas ainda não previstas em lei para acompanhar a evolução do mercado e reagir a ameaças capazes de desestabilizar a economia do País. Assim, considerando que a Lei nº 4.595/64 não explicita de forma exaustiva os instrumentos à disposição da autoridade, mesmo porque alguns só surgem no mercado para atendimento a situações supervenientes à edição da norma, julgamos que a criação, adaptação ou desuso de determinado instrumento é função do momento e das circunstâncias, cabendo ao gestor sopesar a sua aplicação

conforme a conveniência e oportunidade. Isso não significa, porém, que tenha o administrador salvo conduto para praticar excessos ou agir com desmazelo, afastando-se do interesse público; cabe ao órgão de controle apurar a ocorrência de desvios ou mau uso dos instrumentos manejados, responsabilizando o gestor faltoso.

O relacionamento do Banco Central com o Fundo Monetário Nacional – FMI, pelo que se depreende dos documentos presentes no Vol. 7, não se consubstancia em acordos propriamente ditos, capazes de ensejar penalidades pelo inadimplemento, mas em Memorandos de Política Econômica – MPE ou Memorandos Técnicos de Entendimento – MTE, encaminhados ao FMI por meio de cartas assinadas pelo Sr. Ministro da Fazenda e pelo Sr. Presidente do Bacen (Cartas de Intenção). Esses documentos expressavam o compromisso de as autoridades monetárias do Brasil alcançarem determinadas metas, passíveis de freqüentes modificações, conforme os resultados já alcançados ou a conjuntura econômica do momento; havia, dessa forma, acompanhamento do FMI quanto ao atingimento de metas, mas não sobre as medidas tomadas.

Assim, a adoção das **swaps** cambiais não caracterizou descumprimento dos compromissos assumidos com o FMI, vez que, ainda que não previamente informada ou autorizada, foi justificada como medida necessária para que as metas propostas fossem obtidas. Ademais, não há, nos autos, indicação de que o FMI, após cientificado (fl. 1084), tenha manifestado contrariedade a essa medida ou reagido a ela.

Quanto à possível violação dos art. 40, § 6º, da LRF, e art. 12 da Lei n.º 4.595/64, que envolve relacionamento do Bacen com a Bolsa de Mercadorias & Futuros – BM&F, somos de opinião que o dispositivo da LRF não restou desatendido, haja vista o § 8º, inc. I, permitir, para as instituições financeiras estatais, a prestação de garantia, submetendo-as, porém, às normas aplicáveis às instituições financeiras privadas. Observamos, contudo, que, a despeito da argumentação expendida nos itens 42 e ss. do já referido Parecer 2002/00077/DEJUR/GABIN (fls. 421 a 438 do Vol. 3, com cópia às fls. 1156 a 1175 do Vol. 7), houve infringência direta ao mencionado artigo da lei ordinária ('Art. 12. O Banco Central da República do Brasil operará exclusivamente com instituições financeiras públicas e privadas, vedadas operações bancárias de qualquer natureza com outras pessoas de direito público ou privado, salvo as expressamente autorizadas por lei. '), o que enseja, a nosso ver, e nos termos do art. 43, inc. II, da Lei n.º 8.443, de 1992, a promoção de audiência dos responsáveis pela prática do ato.

Em consulta à página do Bacen na **internet** (www.bcb.gov.br), observamos que o Regimento Interno do Banco Central encontra-se disponível para consulta (no **link** http://www.bcb.gov.br/Pre/sobre/regimento_interno_bcb.pdf), tornando dispensável a determinação sugerida na alínea 'd' de fl. 1183.

Posto isso, com vênias por divergir da proposta de encaminhamento alvitrada pela 2ª Secex, opinamos:

a) pelo conhecimento da Representação, considerando-a parcialmente procedente; e

b) promover, com fulcro no art. 43, inc. II, da Lei n.º 8.443, de 1992, a audiência dos responsáveis do Banco Central do Brasil, Sr. Armínio Fraga Neto e Luiz Fernando Figueiredo, respectivamente Presidente e Diretor de Política Monetária da instituição, e dos Diretores Carlos Eduardo de Freitas, Daniel Luiz Gleizer, Ilan Goldfajn, Sérgio Darcy da Silva Alves, Tereza Cristina Grossi Togni, Edison Bernardes dos Santos, bem como dos Membros do Conselho Monetário Nacional, Srs. Pedro Sampaio Malan e Martus Tavares,

para que apresentem razões de justificativa pela realização de operações com ente não autorizado, no caso a BM&F, que não é instituição financeira, infringindo o art. 12 da Lei n.º 4.595, de 1964.”

É o Relatório.

VOTO

Trata-se de representação da 2ª Secex acerca de possíveis irregularidades na condução da política cambial pelo Banco Central. Ante o preenchimento dos requisitos de admissibilidade previstos no art. 237 do Regimento Interno do Tribunal, a representação deve ser conhecida.

2. A 2ª Secex aponta as seguintes ocorrências:

- realização de operações de **swap** cambial sem previsão na Lei n.º 4.595/64;
- fornecimento de garantia (**hedge**) contra elevação de moeda estrangeira ao mercado financeiro, sem que seja atribuição legal do Bacen;
- realização de operações com derivativos ferindo o estabelecido em acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional – FMI;
- realização de operações de caráter financeiro com a BM&F, entidade sem fins lucrativos, o que é vedado pela Lei n.º 4.595/64.

3. As duas primeiras ocorrências se referem à utilização de instrumentos de política cambial sem previsão legal. Em primeiro lugar, é importante destacar que o exposto na Representação nada tem a ver com as escolhas adotadas pelo Banco Central e muito menos com a eficácia da política econômica governamental. Trata-se apenas de verificar a legalidade e a legitimidade dos instrumentos utilizados pelo Bacen.

4. Os dispositivos envolvidos na questão são os arts. 4º, 10 e 11 da Lei n.º 4.595/64 e o art. 1º da Resolução n.º 2.939/2002 do Conselho Monetário Nacional.

- Lei n.º 4.595/64

“Art. 4º Compete ao Conselho Monetário Nacional, segundo diretrizes estabelecidas pelo Presidente da República:

(...)

V - Fixar as diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;

(...)

XVIII - Outorgar ao Banco Central da República do Brasil o monopólio das operações de câmbio quando ocorrer grave desequilíbrio no balanço de pagamentos ou houver sérias razões para prever a iminência de tal situação;

XIX - Estabelecer normas a serem observadas pelo Banco Central da República do Brasil em suas transações com títulos públicos e de entidades de que participe o Estado;

(...)

*XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.*

(...)

Art. 10. Compete privativamente ao Banco Central da República do Brasil:

(...)

XII - Efetuar, como instrumento de política monetária, operações de compra e venda de títulos públicos federais;

(...)

Art. 11. Compete ainda ao Banco Central da República do Brasil:

(...)

III - Atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial;

(...)

V - Emitir títulos de responsabilidade própria, de acordo com as condições estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional;”

- Resolução CMN n.º 2.939, de 26/3/2002

“O BANCO CENTRAL DO BRASIL, na forma do art. 9º da Lei n.º 4.595, de 31 de dezembro de 1964, torna público que o CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL, em sessão extraordinária realizada em 26 de março de 2002, com fundamento na competência conferida pelo art. 4º, inc. V, VI, XIX e XXXI da Lei n.º 4.595, de 1964, e tendo em vista as disposições dos art. 3º, incisos III e V, e 11, inciso III, da referida lei, resolveu:

*Art. 1º Autorizar o Banco Central do Brasil a realizar, para fins de políticas monetária e cambial, operações de **swap** referenciadas em taxas de juros e variação cambial.*

Parágrafo único. Para efeito do disposto neste artigo, poderá o Banco Central do Brasil operar nos ambientes específicos daqueles mercados, inclusive submetendo-se às suas regras próprias.”

5. Para a 2ª Secex, os dispositivos legais acima transcritos não conferem ao Banco Central suporte para a utilização de **swap** como instrumento de política cambial. O CMN teria exorbitado de suas competências ao editar a Resolução n.º 2.939/2002, autorizando o Bacen a realizar tais operações. De acordo com a Unidade Técnica, o **swap** a que se refere o inc. XXXI, art. 4º, da Lei n.º 4.595/64, não é o mesmo **swap** cambial usado pelo Bacen, até porque o instrumento utilizado pelo Banco foi criado nos Estados Unidos no fim da década de 1970, 15 anos após o advento da Lei n.º 4.595/64. O **swap** da Lei de Reforma Bancária é o utilizado no mercado de câmbio, onde há troca de posições entre moeda nacional e estrangeira a ser efetuada no futuro. Já a operação prevista na Resolução n.º 2.939/2002 do Conselho Monetário Nacional se refere a troca de variação cambial por taxa de juros.

6. Para o representante do MP/TCU, ainda que inexistisse dispositivo legal a autorizar expressamente as operações em comento, as disposições da Lei n.º 4.595/64 fornecem o embasamento necessário. Confira o seguinte trecho do parecer do Ministério Público:

*“A nosso ver, não há disposição legal que expressamente autorize a realização de operações de **swap** cambial pelo Banco Central do Brasil, mesmo porque o vetor normativo que estabelece as competências do Bacen e do Conselho Monetário Nacional – CMN (Lei n.º 4.595, de 1964) é datado de época em que não se cogitava, sequer, da existência dessa modalidade de operação em sua forma cambial. Entretanto, dispositivos genéricos dessa lei dão suporte à realização de tais operações. Veja-se, por exemplo, os inc. V (‘fixar diretrizes e normas da política cambial, inclusive quanto a compra e venda de ouro e quaisquer operações em Direitos Especiais de Saque e em moeda estrangeira;’), VI (‘disciplinar o crédito em todas as suas modalidades e as operações creditícias em todas as suas formas, inclusive aceites, avais e prestações de quaisquer garantias por parte das instituições financeiras;’) e XXXI (‘baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições.’) [grifamos], que autorizam o CMN a expedir normas para regulação da execução das políticas monetária e cambial a cargo do Bacen.*

(...)

Como decorrência desse entendimento, pensamos, diferentemente da linha de raciocínio empreendida no item 6.6 e ss. de fl. 1178, que a competência atribuída ao Bacen não está restrita a instrumentos específicos e previamente positivados em lei, mesmo porque a economia é altamente dinâmica, reagindo constantemente a pressões do mercado e influências político-econômicas globais. Não nos parece razoável que às autoridades monetárias seja negada a possibilidade de utilização de medidas ainda não previstas em lei para acompanhar a evolução do mercado e reagir a ameaças capazes de desestabilizar a economia do País. Assim, considerando que a Lei n.º 4.595/64 não explicita de forma exaustiva os instrumentos à disposição da autoridade, mesmo porque alguns só surgem no mercado para atendimento a situações supervenientes à edição da norma, julgamos que a criação, adaptação ou desuso de determinado instrumento é função do momento e das circunstâncias, cabendo ao gestor sopesar a sua aplicação conforme a conveniência e oportunidade.”

7. Assim como o representante do Ministério Público, não considero ilegal ou ilegítima a atuação do Banco Central ou do Conselho Monetário Nacional.

8. Para o Analista autor da representação, títulos cambiais são instrumentos de política monetária e para tal devem ser utilizados. Na execução da política cambial, outros instrumentos devem ser empregados. Além disso, as operações de **swap** cambial não se confundem com os **swaps** referidos no art. 4º, XXXI, da Lei n.º 4.595/64. Em consequência, o CMN não tem competência para autorizar o **swap** a que se refere a Resolução n.º 2.939/2002 com base nesse dispositivo. Julgo conveniente reproduzir o seguinte trecho da instrução de fls. 19/60:

“2.3. A compra e venda de títulos públicos federais é ferramenta de uso exclusivo para condução de política monetária, e não de política cambial (art. 10, XI). A

*política cambial deve ser feita por meio da compra e venda de ouro e moeda estrangeira ou por meio de operações de crédito no exterior, não figurando a emissão de títulos corrigidos em moeda estrangeira entre as possibilidades (art. 11, III). Os títulos cambiais devem ser utilizados pelo Bacen, apenas, como ferramenta de política monetária e não como ferramenta para fornecimento de **hedge** contra volatilidade cambial, função essa (fornecimento de **hedge**) estranha às atividades do Bacen (art. 11, V), que acaba atuando como comprador de risco do mercado, atividade tecnicamente especulativa.*

2.4. *Existe, também, certa confusão entre o que a referida Lei considera **swap** e o entendimento atual deste derivativo, por conta da delimitação da competência do CMN, dada pelo art. 4^o, inciso XXXI, transcrito a seguir.*

*‘XXXI - Baixar normas que regulem as operações de câmbio, inclusive **swaps**, fixando limites, taxas, prazos e outras condições;’ (grifos nossos)*

2.5. *O **swap** referido não é o mesmo tipo utilizado na operação de derivativo que vem sendo implementada pelo Bacen. Esse tipo é relacionado à troca de posições entre moeda nacional e estrangeira a ser efetivado no futuro, conhecido como **swap** de moedas, muito utilizado na década de 50, quando existia escassez de divisas para abastecer o comércio internacional.*

2.6. *De maneira diferente, o **swap** atualmente utilizado pelo Bacen prevê a troca de variação cambial por taxa de juros no mercado nacional. Convém lembrar que as operações de derivativos financeiros realizadas nesses moldes surgiram na Bolsa de Chicago – **Chicago Board of Trade**, no fim dos anos 70 e início dos 80, em função da crise de juros norte-americana, e a lei bancária brasileira é de 1965, cerca de 15 anos antes do desenvolvimento de tais instrumentos.*

2.7. *Dessa forma, não é adequado dizer-se que o CMN tem competência para baixar normas de **swap** no formato desejado pelo Bacen, simplesmente com fundamentação nesse artigo, pois são operações de naturezas diferentes.”*

9. A argumentação, apesar de bem construída, não convence.

10. É necessário estabelecer, desde logo, que a emissão de títulos cambiais não pode ser visto como destinado unicamente à execução de política monetária. É, também, instrumento de política cambial. Em trabalho realizado por professor da Fundação Getúlio Vargas (“**Política Cambial com Dívida Indexada em Moeda Estrangeira no Brasil, 1995-2004**”, Frederico Araújo Turolla), discutiu-se a política cambial, onde se avaliou a colocação de títulos indexados em moeda estrangeira e seus efeitos sobre a taxa de câmbio e sua volatilidade. A certa altura do trabalho, o pesquisador afirma:

“O reconhecimento de que a indexação cambial da dívida pública não é neutra sob o ponto de vista da dinâmica da taxa de câmbio permite estabelecer uma ligação entre a gestão da dívida pública mobiliária doméstica e a política cambial. A opção do setor público de se endividar em moeda estrangeira no mercado local pode ser vista como uma mudança nas condições de oferta do mercado de câmbio. Isso ocorre porque o setor público passa a ofertar instrumentos que são substitutos, ainda que imperfeitos, da moeda estrangeira. Por esse motivo, é razoável supor que o endividamento em moeda estrangeira costuma ser utilizado com objetivos mais relacionados à política cambial que com finalidades ligadas à composição da dívida pública”.

11. Ele prossegue:

“É possível avaliar os efeitos da emissão de dívida cambial sobre o mercado de câmbio como se fossem intervenções no mercado cambial. Nesse sentido, a ampla literatura existente sobre intervenção pode servir de ponto de partida para a análise dos efeitos da dívida cambial sobre o mercado de câmbio. Essa abordagem é realista na medida em que o endividamento em títulos domésticos atrelados à taxa de câmbio pode ser utilizado diretamente com objetivos de política cambial. Note-se que os títulos domésticos indexados ao câmbio não são substitutos perfeitos dos títulos externos em moeda estrangeira.”

12. É consenso entre os estudiosos que os efeitos das política cambial e monetária muitas vezes se misturam. A compra ou venda direta de moeda estrangeira, por exemplo, tem impacto monetário imediato sobre a liquidez do sistema, havendo casos de bancos centrais em que operações típicas de política monetária são conduzidas por meio da compra ou venda de moeda estrangeira.

13. O mesmo pode ser dito das emissões ou resgates de títulos cambiais pelo Banco Central, que causam efeitos na política monetária, por retirar ou injetar liquidez no sistema, e, como vimos, efeitos cambiais, por fornecer ou retirar de mercado um instrumento que, mesmo denominado em moeda nacional, possui cláusula de correção cambial, sendo um substituto para o dólar.

14. A emissão de títulos com cláusula de correção cambial não interfere na quantidade de moeda estrangeira; mas em condições normais esses títulos são considerados bons substitutos para a mesma. Essa é a razão de influenciarem as cotações: tudo o mais constante, a maior ou menor oferta de ativos financeiros indexados a moedas estrangeiras inequivocamente afeta a cotação dessas moedas. Assim, quando o Banco Central oferta instrumentos financeiros que sejam substitutos para a moeda estrangeira estará contribuindo para reduzir eventuais pressões sobre a mesma.

15. O próprio Analista reconhece que as políticas monetária e cambial têm forte relação e pontos de contato:

“4.15. De fato, a complexidade dos efeitos indiretos dessas políticas e o grau com que são repassados de uma para outra inviabilizam o tratamento unificado dessas políticas, em que se utiliza política monetária para resultados de política cambial e vice-versa.”

16. Ademais, não é razoável que ao Banco Central tenha sido outorgada competência e não se tenha conferido os instrumentos necessários ao seu exercício.

17. Com efeito, ao Banco Central compete, nos termos do art. 11, III, da Lei n.º 4.595/64, *“atuar no sentido do funcionamento regular do mercado cambial, da estabilidade relativa das taxas de câmbio e do equilíbrio no balanço de pagamentos, podendo para esse fim comprar e vender ouro e moeda estrangeira, bem como realizar operações de crédito no exterior, inclusive as referentes aos Direitos Especiais de Saque, e separar os mercados de câmbio financeiro e comercial”*.

18. Primeiro, não creio ser recomendável fixar instrumentos de política cambial através de lei. Dado o dinamismo com que atuam os agentes econômicos e a própria economia, é necessário que a autoridade monetária disponha de uma certa discricionariedade e de

mecanismos ágeis para intervir e corrigir eventuais distorções provocadas por desequilíbrios cambiais. Sendo assim, deve se tomar como exemplificativo o rol de possibilidades mencionado no art. 11, III, da Lei n.º 4.595/64.

19. Além disso, a legitimidade do Banco Central para a utilização de instrumentos de política cambial, ainda que não expressamente previstos em lei, advém do fato de que, atribuída uma missão a determinado órgão, a ele são outorgados os meios e mecanismos necessários ao seu cumprimento.

20. Não se pode esquecer que os poderes de regulamentação foram conferidos por lei ao CMN, que deve, diante das vicissitudes ditadas pela conjuntura econômica, conferir os mecanismos necessários à execução das políticas monetária e cambial ao Banco Central do Brasil. Uma vez atribuída a competência para intervenção no mercado cambial, não se pode negar ao órgão responsável o instrumento de execução, sob a suposição de que será necessária nova manifestação do legislador.

21. É certo que ao poder de regulamentação, atribuído, neste caso, ao Conselho Monetário Nacional, devem ser impostos os limites ditados pelos dispositivos constitucionais e pelos parâmetros e diretrizes fixados em lei. Os instrumentos conferidos à entidade devem estar revestidos de legitimidade. Devem atender ao interesse público, portanto. O Procurador-Geral do TCU, Lucas Rocha Furtado, teve a oportunidade de discorrer sobre o tema em sua mais recente obra (“Curso de Direito Administrativo”, Ed. Forum, 2007, pgs. 139-146):

“A interferência exercida pelo Direito Constitucional sobre o Direito da Organização Administrativa reclama de toda atuação administrativa a necessária legitimidade – decorrente da concepção de Estado Democrático de Direito. Essa legitimidade deve ser buscada, inicialmente, na lei. Cabe a esta dar legitimidade às unidades administrativas, tanto em relação à sua criação quanto em relação à sua atuação. Quanto à atuação, a legitimidade pode ser alcançada por outros meios democráticos, e não apenas pelo caminho estrito da lei.

Neste ponto, o Estado de Direito parece entrar em conflito com o Estado Democrático. O primeiro reclama a necessária aprovação de lei para legitimar as interferências estatais na sociedade; o segundo, pertinente à legitimidade, não prescinde da necessária aprovação da sociedade relativamente a toda e qualquer interferência estatal. O ponto de equilíbrio para esse aparente conflito deve ser encontrado na necessária edição de lei como requisito formal imprescindível para legitimar a criação de toda e qualquer unidade administrativa, bem como para definir, ainda que de forma genérica, suas atribuições. Fere o princípio do Estado de Direito admitir a criação de unidades administrativas por outro processo que não a lei. Todavia, criada por lei, e desde que compatível com suas atribuições genéricas, a atuação da unidade administrativa – dever de atuação positiva – pode encontrar outras fontes de legitimação, como, por exemplo, a obtenção de resultados benéficos para toda a sociedade.”

22. E mais adiante, ao falar sobre reserva legal e reserva institucional:

“A visão estática e formal do Direito da Organização Administrativa é válida, tão-somente, para a definição da estrutura administrativa do estado. As demandas que a sociedade moderna apresenta não mais podem ser atendidas quando se adota a

visão tradicional, centralizada e hierarquizada de que toda e qualquer atuação estatal depende de lei. Esta continua a exercer papel fundamental na organização da atividade administrativa, no sentido de regular a atuação estatal e, principalmente, de impor-lhe limites. Em alguns segmentos, em que o Estado assume a função de agente mediador de necessidades da sociedade, de agente cooperativo ou parceiro em atividades de utilidade pública ou empresariais, de incentivador de atividades a serem desenvolvidas pelos particulares, de agente regulador de serviços públicos cuja prestação tenha sido delegada a particulares, deve ser reconhecido maior nível de informalidade à atuação da Administração Pública, devendo o controle sobre essas atividades estatais pautar-se sobretudo pela aferição dos resultados e pela observância de princípios da moralidade, da impessoalidade, da publicidade, etc.

*O princípio da reserva legal, segundo o qual ‘ninguém é obrigado a fazer ou deixar de fazer alguma coisa senão em virtude de lei’ (CF, art. 5º, II), é apresentado como distinto ou mesmo oposto à legalidade administrativa indicada no **caput** do art. 37 do texto constitucional. A legalidade da Administração, ao contrário, é tida como a legalidade restrita ou estrita, no sentido de que a Administração Pública somente pode praticar qualquer ato ou desenvolver qualquer atividade se houver lei que autorize ou determine a prática desse ato ou o desempenho dessa atividade. Essa visão tradicional, que opõe o princípio da reserva da lei ao da legalidade administrativa, parece-nos equivocada. Possuem os dois dispositivos a mesma natureza e o mesmo alcance. O artigo 5º da Constituição tem por destinatário o particular; o artigo 37, a Administração Pública. Tratam os dois dispositivos apenas de enfoques distintos para o mesmo princípio. Quando o texto constitucional, por força da própria separação de poderes, impõe à Administração Pública (art. 37) a legalidade, visa a impedir que a Administração imponha ao administrado qualquer obrigação – positiva ou negativa – sem que o faça por meio de lei. Afirmar que ninguém, vale dizer, que os particulares somente podem ser obrigados a fazer ou a deixar de fazer algo em função de lei tem o mesmo sentido que afirmar que a Administração Pública somente pode intervir no âmbito de atuação dos particulares impondo-lhes obrigações, condicionando-lhes o exercício de atividades, limitando-lhes o exercício de direitos, por exemplo, se se utilizar de lei. Todavia, nem toda atividade da Administração do Estado importa em intervenção no âmbito de atuação dos particulares, de modo que se pode concluir que a Administração Pública possui certa margem de atuação que prescinde de lei. Este instrumento – lei em sentido formal, aprovada pelo Poder Legislativo – é necessário quando (1) o Estado promover intervenção no âmbito de atuação dos particulares e (2) quando a Constituição Federal expressamente o exigir – por exemplo, a criação de órgãos ou entidades públicas ou a realização de despesa pública, que pressupõe previsão orçamentária. Se a atividade a ser desempenhada pela função executiva do Estado não importar em invasão na esfera privada dos particulares ou não se enquadrar em hipótese para a qual a Constituição tenha expressamente exigido lei, não há como se concluir que toda e qualquer atividade administrativa do Estado esteja a depender de lei prévia autorizativa.*

(...)

A lei, em seu sentido formal, continua a desempenhar papel fundamental no Direito Administrativo. Cabe a ela conferir racionalidade e segurança à sociedade. Todavia, é de se reconhecer a necessidade de mais flexibilidade e liberdade ao Estado para exercer sua função executiva. Surge, desse modo, o que se pode denominar Administração Pública informal.”

23. Impossível sequer cogitar que todas as atividades exigidas da Administração possam estar previstas em lei. Se a atuação estatal não provoca interferência na esfera privada, vale dizer, não afeta direitos dos cidadãos, não há razão para tal. Basta avaliar se a ação estatal é legítima, atende o interesse público e observa os parâmetros ditados por outros princípios ditados pelo ordenamento, como o da razoabilidade.

24. Na Representação, critica-se também o fato de que os **swaps** cambiais funcionam apenas como garantia (**hedge**) para o setor privado, sem que o Banco Central esteja autorizado a tanto.

25. Antes de mais nada, deve ser destacado que a oferta de proteção contra variações da taxa de câmbio (**hedge**) deve ser incluída entre os instrumentos de que dispõe o Banco Central para atuar no mercado de câmbio. Quanto a isso, não resta dúvida. Tanto as intervenções no mercado à vista como os derivativos têm influência sobre a formação da taxa de câmbio (“**Intervenções no Mercado Cambial: Eficácia de derivativos de Câmbio e de Outros Instrumentos**”, Walter Novaes e Fernando N. de Oliveira, artigo apresentado XXVI Encontro Brasileiro de Econometria, da Sociedade Brasileira de Econometria).

26. A oferta de **hedge** pelo Banco Central é importante ação de política cambial. Em condições normais, o próprio mercado se ajusta, sendo a cotação da moeda estrangeira em um determinado momento simplesmente o reflexo do equilíbrio entre compradores e vendedores de moeda estrangeira. Mas em momentos de crise, o mercado pode adquirir uma dinâmica que exacerba um movimento unidirecional, sendo possível que, quanto mais aumente a cotação da moeda estrangeira, mais os devedores, de forma defensiva, se antecipem na quitação de suas obrigações, causando ainda mais pressão sobre as cotações do mercado à vista, num típico círculo vicioso. Ao ofertar instrumentos cambiais, o Bacen contribui para suavizar esse movimento e diminuir a volatilidade.

27. Quanto ao prejuízo alegado na representação, de R\$ 14,19 bilhões, decorrente da concentração dos vencimentos dos **swaps**, a conclusão é, no mínimo, precipitada.

28. Em estudo no qual foram aplicados métodos econométricos, os quais o Representante admite que não foram utilizados, não foi detectado “*comportamento anormal da variação da taxa de câmbio antes do vencimento da dívida pública cambial em 2003 e 2004*”, rejeitando-se “*a hipótese de que a proximidade da data de vencimento da dívida pública poderia sinalizar ganhos extraordinários no mercado de câmbio*” (“**O vencimento da dívida pública cambial influencia a taxa de câmbio? Um estudo econométrico para o Brasil no período de 2003-2004**”, Roberto Meurer, Guilherme Valle Moura e Maurício Simiano Nunes, Economia Aplicada, vol. 11, nº 1, Jan/Mar 2007).

29. Com relação a uma possível violação de acordo firmado com o Fundo Monetário Internacional – FMI, acolho as considerações do MP/TCU. Com efeito, a sua natureza jurídica não permite a realização de audiência e muito menos a aplicação de penalidade pelo TCU.

30. Apesar da restrita literatura sobre o tema, é possível obter que os **stand-by arrangements** não podem ser tidos como tratados internacionais nem a Carta de Intenções obriga o país-membro a cumprir os objetivos e políticas nela enunciados (“**Os Acordos Stand-By com o FMI e a Competência Internacional do Ministério da Fazenda**”, Valério de Oliveira Mazzuoli, Revista Forense, vol. 370, nov/dez 2003, pags. 197/220). De acordo com o autor, o **stand-by arrangement** é uma decisão do Fundo em relação às condições em que ele se mostra disposto a emprestar os recursos. Para ele, as Cartas de Intenções são documentos concluídos unilateralmente pelos governos dos Estados sem que o Fundo os assine e “*apenas descrevem as medidas monetárias e orçamentárias que o governo deverá tomar para ter direito à compra de divisas estrangeiras, em troca ou de ouro ou de sua própria moeda nacional, com o compromisso de recomprar a sua moeda em ouro ou em divisas conversíveis, Não têm tais Cartas, portanto, outra finalidade a não ser declarar objetivos e políticas estatais, tanto na arena financeira como na econômica.*”

31. Finalmente, quanto à realização de operações de caráter financeiro com a BM&F, divirjo do representante do MP/TCU, que vê desobediência ao disposto no art. 12 da Lei n.º 4.595/64. As considerações feitas no Parecer Jurídico 2002/00077/Dejur/Gabin são suficientes para esclarecer a questão:

*“50. Não há dúvida, portanto, a respeito da existência de relação jurídica entre o Banco Central do Brasil e a BM&F – instituição não-financeira – na hipótese de serem realizadas as sugeridas operações de **swap** cambial. Resta perscrutar, apenas, o sentido da prescrição contida no art. 12 da Lei n.º 4.595/64:*

‘Art. 12 O Banco Central do Brasil operará exclusivamente com instituições financeiras públicas e privadas, vedadas operações bancárias de qualquer natureza com outras pessoas de direito público ou privado, salvo as expressamente autorizadas por lei.’

51. *O artigo proíbe esta Autarquia de operar com pessoas diversas das instituições financeiras públicas e privadas. Como se sabe, anteriormente à criação do Conselho Monetário Nacional e do Banco Central do Brasil, pela Lei n.º 4.595/64, desempenhavam o papel de autoridades monetárias a Superintendência da Moeda e do Crédito (e seu Conselho) e o Banco do Brasil S/A. Esta última instituição, ademais, exercia as atividades típicas de um banco comercial, fato que propiciava a um dos componentes do mercado – o Banco do Brasil – posição privilegiada em relação às demais instituições financeiras.*

52. *A Lei n.º 4.595/64 procurou afastar essa dualidade, utilizando a regra acima transcrita. Tal propósito é manifestado na exposição de motivos da aludida lei, como se verifica a seguir:*

‘Tendo em vista a conveniência de evitar-se posterior desvirtuamento das funções precípua do novo órgão, foi julgado conveniente incluir no corpo do projeto proibição expressa à Superintendência da Moeda e do Crédito de realizar diretamente com o público operações de crédito ativas e passivas. Houve-se por bem afastar, por inconveniente, a solução do Banco Central misto. O órgão federal que inspeciona os bancos privados e deles recebe reservas monetárias não lhes deve fazer concorrência, exercendo concomitantemente atividades bancárias comuns, e precisa de liberdade de

ação necessária para inspecionar os próprios bancos oficiais. Além disso, o exercício das funções de banco central exige corpo funcional com tendência vocacional definida e especialização de conhecimento.’

53. *A **ratio** do art. 12 da Lei n.º 4.595/64, repousa, como se verifica, em dois aspectos. O primeiro deles, fundamental, diz respeito à inadmissibilidade da convivência, num mesmo órgão, das funções de banco e de autoridade monetária. O segundo, circunstancial, é atinente à especialização do pessoal da nova autarquia.*

54. *Verifica-se, portanto, que a imposição de ‘operar exclusivamente com instituições financeiras’ deve ser interpretada como vedação à prática de operações bancárias em concorrência com as instituições integrantes do sistema financeiro. Pode acontecer, entretanto, que esta Autarquia, ao desempenhar as atividade que lhe foram atribuídas por lei e que dizem respeito ao papel de autoridade monetária, veja-se na contingência de encetar relações com instituições não-financeiras, como é o caso da BM&F. Nessa circunstância, é preciso averiguar se a sua atuação importará concorrência com as demais instituições do sistema financeiro, caso em que será vedada.*

55. *Não é o que ocorre no presente caso. A assunção de contraparte central, pela BM&F, decorre do particular desenho adotado para o sistema de pagamentos, mas o papel do Banco Central do Brasil, ainda após a novação que acarreta a relação jurídica entre esta Autarquia e a BM&F, continua restrito ao desempenho da política monetária e afastado da intervenção concorrencial em mercado.”*

32. Reconhece-se, portanto, a existência de relação jurídica entre o Bacen e a Bolsa Mercantil e de Futuros. Mas o que a Lei de Reforma Bancária, por meio do art. 12, quis vedar foram as operações de crédito/bancárias em concorrência com as instituições financeiras, inexistentes nos **swaps** cambiais, oferecidos aos agentes do sistema financeiros por intermédio da BM&F.

Ante o exposto, Voto por que o Tribunal adote o Acórdão que ora submeto à deliberação do Plenário.

TCU, Sala das Sessões, em 27 de junho de 2007.

MARCOS VINÍCIOS VILAÇA
Ministro-Relator

ACÓRDÃO Nº 1278/2007 - TCU - PLENÁRIO

1. Processo n.º TC-012.015/2003-0 (c/ 7 volumes)
2. Grupo II – Classe de Assunto VII – Representação
3. Interessado: Tribunal de Contas da União
4. Entidade: Banco Central do Brasil
5. Relator: Ministro Marcos Vinícios Vilaça
6. Representante do Ministério Público: Procurador Marinus Eduardo De Vries Marsico
7. Unidade Técnica: 2ª Secex
8. Advogado constituído nos autos: não consta

9. Acórdão:

VISTOS, relatados e discutidos estes autos de representação formulada pela 2ª Secretaria de Controle Externo, acerca da atuação do Banco Central do Brasil no uso dos instrumentos de política cambial

ACORDAM os Ministros do Tribunal de Contas da União, reunidos em Sessão Plenária, diante das razões expostas pelo Relator, em:

- 9.1. conhecer da representação, nos termos do art. 237, inciso VI, do Regimento Interno do TCU, para, no mérito, considerá-la improcedente;
- 9.2. arquivar o processo.

10. Ata n.º 27/2007 – Plenário

11. Data da Sessão: 27/6/2007 – Ordinária

12. Código eletrônico para localização na página do TCU na Internet: AC-1278-27/07-P

13. Especificação do quórum:

13.1. Ministros presentes: Walton Alencar Rodrigues (Presidente), Marcos Vinícios Vilaça (Relator), Valmir Campelo, Guilherme Palmeira, Ubiratan Aguiar, Benjamin Zymler, Augusto Nardes, Aroldo Cedraz e Raimundo Carreiro.

13.2. Auditores presentes: Augusto Sherman Cavalcanti e Marcos Bemquerer Costa.

WALTON ALENCAR RODRIGUES
Presidente

MARCOS VINÍCIOS VILAÇA
Relator

Fui presente:

LUCAS ROCHA FURTADO
Procurador-Geral

