

EIXO TEMÁTICO: EMPRESARIAL

PRINCÍPIOS PARA INFRAESTRUTURAS DO MERCADO FINANCEIRO: ANÁLISE DA SUA IMPLEMENTAÇÃO

Marcelo Queiroga Reis¹; Kelmara Mendes Vieira²; Reisoli Bender Filho³

Resumo: Após a crise financeira de 2008, que deixou grandes lições ao setor de registro e liquidação de derivativos, foram publicadas novas normas com o intuito de proporcionar maior segurança e resiliência às infraestruturas em todo o mundo que prestam esses serviços. Em vista disso, objetivou-se analisar a primeira fase de implementação dos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro (PFMI), tendo por base o relatório *Implementation Monitoring of PFMIs – Level 1 Assessment Report*, emitido pelo CPMI-IOSCO, em agosto de 2013. À análise dos dados coletados foram aplicados métodos de estatística descritiva, teste *t* para dados emparelhados, de Wilcoxon e de correlação de Spearman. Em termos de resultados, foi observado que as infraestruturas contrapartes centrais se encontram em grau mais avançado de implementação do que as demais infraestruturas. Dentre as jurisdições, Reino Unido e Japão apresentaram as maiores médias. Já em relação à distribuição por continentes, verificou-se que a Oceania apresentou maior grau, enquanto que em relação à implementação das responsabilidades das autoridades, a Europa apresentou maior efetividade.

Palavras-chave: Implementação; Princípios; Responsabilidades; Risco Sistêmico.

Abstract: After the 2008's financial crisis, that left great lessons to derivative's clearing sector, new rules had been published, in order to improve the safety and resilience of infrastructures all around the world that deal with this types of services. Hence, the objective of this article is to analyze the first implementation phase of the Principle for Financial Market Infrastructures (PFMI), issued by the CPMI-IOSCO as *Implementation Monitoring of PFMIs – Level 1 Assessment Report*, published in august, 2013, based on regulatory framework in force in april 23. Data analysis count on the application of descriptive statistics, *t* test, Wilcoxon test, and Spearman correlation. It was observed that central counterparties are in most advanced degree than the other

¹ Mestrando do Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Maria. E-mail: posmqr@gmail.com. Universidade Federal de Santa Maria. Centro de Ciências Sociais e Humanas. Av. Roraima n°1000 - Prédio 74C - Bairro Camobi. Santa Maria - RS CEP: 97105-900.

² Doutora em Administração. Professora do Departamento de Ciências Administrativas na Universidade Federal de Santa Maria. E-mail: kelmara@terra.com.br.

³ Doutor em Economia. Professor do Departamento de Ciências Administrativas na Universidade Federal de Santa Maria. E-mail: reisolibender@yahoo.com.br.

infrastructures. Among jurisdictions, United Kingdom and Japan presented the highest average levels. In relation to principles and responsibilities and continent distribution, the result was that Oceania had the highest average grade. Regarding the implementation of responsibilities for authorities, Europe has shown the highest effectiveness.

Key-words: Implementing; Principles; Responsibilities; Systemic Risk.

INTRODUÇÃO

A crise financeira de 2008 deixou grandes ensinamentos para o mercado financeiro e, em especial, à parcela envolvida em operações com derivativos de balcão. A partir do ano de 2009, com a criação da *Financial Stability Board* (FSB), instituição que assumiu papel principal na promoção da reforma da regulação financeira internacional, alguns importantes passos foram dados, como o desenvolvimento de regras mais atuais para lidar, principalmente, com riscos sistêmicos de crédito e de liquidez. Nesta direção, uma das mais importantes medidas foi a publicação, em abril de 2012, dos Princípios para as Infraestruturas do Mercado Financeiro (PFMI). Especificamente, a nova legislação compõem-se de 24 princípios, com abrangência internacional, emitidos em conjunto pelo Comitê Técnico da *International Organization of Securities Commissions* (IOSCO) e pelo Comitê para Sistemas de Liquidação e Pagamentos (CPMI), do *Bank for International Settlements* (BIS). Após a entrada em vigor dos referidos princípios, passou a ser acompanhada a sua efetiva implementação em nível global. Dividida em três etapas, a verificação do progresso de adoção da legislação e outras políticas que permitirão implementar completamente os 24 PFMI foi iniciada com a emissão do relatório *Implementation Monitoring of PFMI – Level 1 Assessment Report*, emitido pelo CPMI-IOSCO, em agosto de 2013.

OBJETIVO

Seguindo a temática relacionada ao sistema financeiro global e seus riscos sistêmicos, tem-se como objetivo analisar a primeira fase de implementação dos princípios, incluindo-se na análise as jurisdições que possuíam integrantes do Financial Stability Board, bem como do Grupo de Direcionamento CPSS/IOSCO. Por constituir-se em recente discussão e, em face da ausência de estudos que tenham elaborado tal avaliação, examinar a adesão das jurisdições globalmente constitui-se em proposta inovadora, pois os referidos princípios estão em vigor há apenas quatro anos.

CRISES FINANCEIRAS: RISCO SISTÊMICO E REGULAMENTAÇÃO

Para tratar do risco sistêmico, faz-se necessário retroceder até a grande depressão mundial do século XX, incluindo-se o “crash” da bolsa de valores de Nova Iorque. Naquele período, a elevada especulação contou com um ambiente financeiro desregulado (SILVA, 2010). Ao analisar as características similares entre as crises de 1929 e 2008, Mazzucchelli (2008) ressalta que nos Estados Unidos — o epicentro da crise de 1929-1933 — era destacada a proliferação de bancos de pequeno e médio portes, muitos deles fora da área de supervisão do Federal Reserve Bank. Outra característica negativa do mercado financeiro naquela época era a interligação entre bancos de investimento e comerciais, sendo que estes últimos se envolveram em operações financeiras de alto risco.

Quase 80 anos depois, o mercado financeiro mundial foi novamente abalado por conta da carência de regulação. Uma crise que ficou conhecida como a crise do subprime, e teve pelo menos uma característica semelhante àquela de 1929: a falta de regulamentação do mercado. Todavia, o entendimento da crise de 2008 passa pelo conhecimento de sua origem, a qual se insere no processo de reversão do último ciclo de construção residencial dos Estados Unidos, que se iniciou em 1994, quando os preços reais dos imóveis residenciais começaram a subir, ainda que lentamente, depois da queda observada entre 1990 e 1993 (GONTIJO, 2008). Outro aspecto a ser destacado foi a explosão de operações com Credit Default Swap (CDS), um tipo específico de derivativo de balcão lastreado em créditos financeiros, no qual o risco de não se cumprir as obrigações é transferido do credor original para o vendedor. Com o intuito de se evitar novos períodos de instabilidades financeiras globais, diversas instituições ao redor do globo têm debatido formas de aumentar a previsibilidade, bem como um ambiente econômico mais estável, a fim de propiciar melhores condições para investimentos de longo prazo.

METODOLOGIA

Tendo por base os dados constantes no relatório *Implementation Monitoring of PFMI*s – *Level 1 Assessment Report* (PFMI), foram analisados os graus de implementação, em 27 jurisdições, de medidas legais e infralegais (normativas) relacionadas aos Princípios para Infraestruturas do Mercado Financeiro. Foi realizada análise quantitativa e exploratória a partir da utilização do *software* SPSS 20, compreendendo estatística descritiva (média, mediana e desvio padrão da amostra) dos dados referentes a todas as jurisdições participantes, obtendo-se uma avaliação geral e outra agrupada por continente de localização. Para a análise das diferenças entre as amostras relativas a implementação dos princípios e responsabilidades, foram aplicados o teste *t* para dados emparelhados e o teste de postos com sinal de Wilcoxon. Segundo Siegel e Castellan (2006), a hipótese nula para este tipo de teste é que as amostras selecionadas possuem mesma mediana. Adicionalmente, como medida de correlação não-paramétrica foi calculado o coeficiente de correlação de postos de Spearman às variáveis. Em relação aos graus de implementação dos PFMI pelas jurisdições, eles foram classificados a partir das respostas a um questionário encaminhado aos reguladores do mercado financeiro de cada uma destas pelo Grupo de Trabalho CPMI/IOSCO e, cujas respostas estão listadas separadamente para cada tipo de infraestrutura. Os graus de implementação dos princípios foram classificados a partir de uma escala tipo Likert de cinco pontos, permitindo focar no estado geral de implementação dos princípios.

Graus de implementação dos princípios

Grau de implementação	1	2	3	4	5
Descrição	Medidas preliminares não publicadas	Medidas preliminares publicadas	Medidas finais publicadas	Medidas finais em vigor	Nenhuma medida necessária/Não aplicável

Fonte: *Implementation monitoring of PFMI*s – *Level 1 assessment report* (2013).

CONCLUSÕES

Foi observada uma variabilidade importante nas respostas das jurisdições acerca dos graus de implementação dos princípios. No que tange à implementação das responsabilidades das autoridades, foi observada uma maior homogeneidade nas respostas. Adicionalmente, objetivando análises particularizadas, foi realizada a separação das jurisdições que responderam ao questionário entre continentes. Foram identificadas 12 jurisdições da Europa, sete da Ásia, três da América do Norte, três da América do Sul, uma da África e uma da Oceania.

Complementarmente foram analisados os resultados decorrentes de aplicação de estatísticas descritivas por continente. Acerca da variável “implementação dos princípios”, foi observado que a Oceania apresentou a maior média entre os continentes (14,00, de um *escore* máximo de 20,00). Foi verificada uma maior disparidade entre os continentes no que se refere a essa variável, com maior amplitude (8,67). O resultado sugere além de um quadro de maior heterogeneidade, um estágio de avanço menos intenso, no que se refere aos princípios.

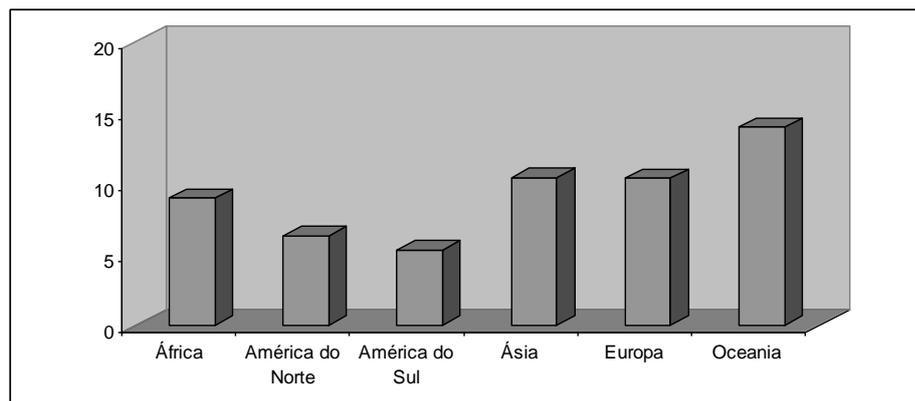


Figura 1 – Índice de implementação PFMI Total por continentes

Fonte:Dados de pesquisa

Já em relação à implementação das responsabilidades das autoridades, a Europa apresentou o maior valor médio, sendo este de 16,68, mas os *escores* alcançados pelos demais continentes se situaram próximos ao do continente europeu, conforme segue demonstrado na Figura 2. Pode-se conjecturar que esses resultados representam uma posição mais avançada no que diz respeito às responsabilidades das autoridades, sendo possível inferir que as jurisdições já possuem, em média, poderes legais adequados para regular o mercado de derivativos de balcão.

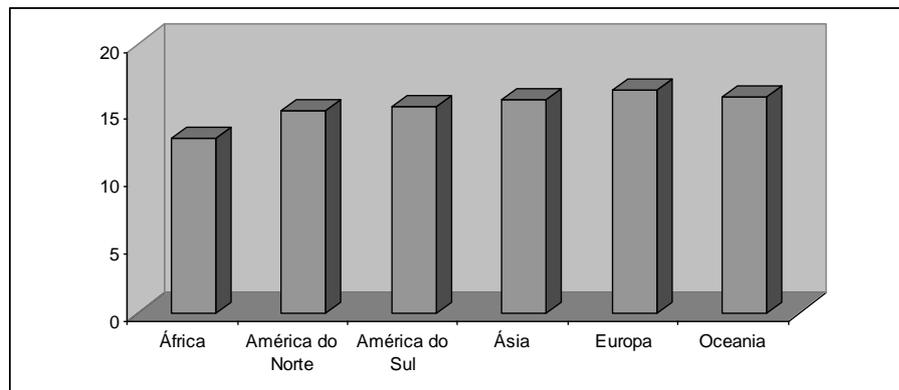


Figura 2 – Índice de implementação Responsabilidades das Autoridades Total por continentes

Fonte: Dados de pesquisa.

CONSIDERAÇÕES FINAIS

De maneira geral, foi encontrado um grau elevado relacionado às responsabilidades das autoridades, enquanto os princípios apresentaram valor mediano. Acerca das jurisdições, as médias aos princípios apresentaram elevada variabilidade desde "1", para Brasil, Chile, Índia, México, Turquia e Estados Unidos, até "4", para Japão e Reino Unido. Tal resultado pressupõe o entendimento de que estas duas últimas jurisdições, que representam mercados mais globalmente interligados e, que foram fortemente atingidos pela crise de 2008, trataram de se adequar mais rapidamente já sob a ótica dos princípios internacionais. Adicionalmente, no caso da América do Norte, sua média de implementação dos princípios negativamente impactada pelos Estados Unidos e México, ficou à frente apenas da América do Sul, que, por sua vez, teve sua avaliação influenciada mais fortemente por Chile e Brasil, os quais apresentaram a média mais baixa de implementação dos princípios. Relativamente aos resultados à implementação das responsabilidades das autoridades, eles corroboram para entendimento similar ao dos resultados para os princípios, tendo em vista que países com menores médias de implementação obtiveram médias elevadas no que diz respeito às responsabilidades das autoridades.

Cabe mencionar que as percepções e entendimentos oriundos deste estudo refletem exclusivamente a amostra referente à primeira fase. Destaca-se ainda a limitação oriunda do fato que ainda há duas fases de monitoramento a serem concluídas, para que se tenha um quadro definitivo da implementação dos referidos princípios. A continuidade desta análise às fases futuras, bem como para outros tipos de normativos se faz oportuna, tendo em vista a importância do acompanhamento quanto à efetividade da aplicação de normas que venham a aumentar o nível de segurança do funcionamento do mercado financeiro.

REFERÊNCIAS

CPMI/IOSCO. **Implementation Monitoring of PFMI's-Level 1 Assessment Report** (disponível em <<https://www.bis.org/cpmi/publ/d111.htm>>, acesso em 08/05/2016).

CPSS/IOSCO. **Principles for Financial Market Infrastructures**. (disponível em <<http://www.bis.org/cpmi/publ/d101.htm>>, acesso em 01/08/2016).

GONTIJO, Cláudio. **Raízes da Crise Financeira dos Derivativos Subprime**. Belo Horizonte, UFMG – CADEPLAR, 2008.38p. Texto para discussão.

MAZZUCHELLI, Frederico. **A crise em perspectiva: 1929 e 2008**.
Novos estudos- CEBRAP, no.82, São Paulo, Nov. 2008. (disponível em <http://www.scielo.br/scielo.php?pid=S0101-33002008000300003&script=sci_arttext>, acesso em 08/05/2016).

SIEGEL, Sidney; CASTELLAN JR, N. John. **Estatística não paramétrica para ciências do comportamento**. 2 ed. Porto Alegre: Artmed, 2006.

SILVA, Gustavo Teixeira Ferreira da. **As crises financeiras mundiais de 1929 e 2008: uma análise comparativa a partir da abordagem pós-keynesiana**. Porto Alegre, 2010. 95 f. Dissertação (Mestrado em Economia). Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia.