

**Boas práticas em relação ao investimento**  
**A devida diligência dos gerentes ao investir em**  
**Instrumentos financeiros estruturados**

**Relatório final**

**OICU-IOSCO**

**COMITÊ TÉCNICO**  
**DO**  
**ORGANIZAÇÃO INTERNACIONAL DE COMISSÕES DE VALORES MOBILIÁRIOS**

**JULHO DE 2009**

# CONTEÚDOS

Capítulo	Página
Prefácio	3
I. Diretiva do Comitê Técnico	4
II. Âmbito do trabalho da IOSCO	6
III. Visão geral das práticas regulatórias e do setor	7
IV. Mensagens-chave	9
V. Boas práticas dos gestores de investimento ao investir em finanças estruturadas	10
Instrumentos	
A. Práticas fundamentais	10
B. Etapa 1: Análise dos ativos subjacentes do SFI	11
C. Etapa 2: Analisando a estrutura do SFI	13
D. Etapa 3: Como o SFI se encaixa no mandato da CEI?	17
E. Uso de terceiros no processo de due diligence	20
Apêndice 1. Membros do Grupo de Trabalho da IOSCO sobre Gestores de Investimentos	22
Diligência devida	

## Prefácio

O objetivo deste artigo é apresentar a Organização Internacional de Valores Mobiliários Boas práticas da Comissão (IOSCO) em relação à devida diligência dos gestores de investimento Ao investir em instrumentos financeiros estruturados (boas práticas da IOSCO). O papel fornece informações básicas sobre a origem e a descrição do escopo do trabalho da IOSCO. Também fornece uma visão geral dos requisitos regulatórios e das práticas do setor relacionadas a A devida diligência dos gestores de investimento em todas as jurisdições membros da IOSCO. Estas constituem a base sobre a qual as boas práticas da IOSCO foram desenvolvidas

O artigo apresenta cinco mensagens-chave que as empresas devem ter em mente ao avaliar seus políticas e procedimentos de due diligence. Além disso, o documento apresenta três etapas principais que geralmente deve ser incluído em um processo de due diligence, juntamente com algumas boas práticas a serem considerado em cada etapa. Finalmente, trata de questões relacionadas ao uso de terceiros em o processo de due diligence, incluindo agências de classificação de crédito (CRAs).

## I. Diretiva do Comitê Técnico

1. À luz da crise do subprime e da instabilidade relacionada nos mercados globais de crédito, o Comitê Técnico da IOSCO concordou em estabelecer uma Força-Tarefa de Presidentes sobre o Crise do Subprime (Subprime Task Force) em novembro de 2007. O propósito da tarefa A força foi:

"estudar sistematicamente a turbulência do mercado subprime e seus efeitos sobre o público mercados de capitais e faça todas as recomendações necessárias para melhor proteger o público mercados a partir dos efeitos colaterais resultantes de possíveis problemas sistêmicos causados por atividade em mercados privados."

2. Em 29 de maio de 2008, a Força-Tarefa Subprime publicou um relatório contendo um conjunto de recomendações Uma das recomendações solicitou que o trabalho fosse conduzido através do Comitê Permanente de Investimento do Comitê Técnico da IOSCO Gestão (TCSC5), sobre a devida diligência dos gestores de investimento no contexto particular de investimentos em produtos financeiros estruturados em nome de esquemas de investimento coletivo (CIS) oferecido a investidores de varejo O mandato do TCSC5 se concentra na devida diligência quando investir em produtos financeiros estruturados. Portanto, não trata da devida diligência em conexão com produtos de investimento que não sejam produtos financeiros estruturados. No entanto, muitos dos princípios e temas discutidos neste artigo se aplicam independentemente do tipo de produto de investimento.

3. Mais especificamente, na segunda seção. Transparência do emissor e dívida do investidor Diligence, em seu relatório final, a Força-Tarefa Subprime recomendou que o TCSC5 revisasse:

"o grau em que os gestores de investimento que oferecem esquemas de investimento coletivo investidores de varejo investiram em produtos estruturados, o tipo de due diligence normalmente realizado ao fazer esses investimentos, o grau em que esses os gestores de investimento foram afetados pela atual turbulência do mercado, e se e como os gestores de investimento podem ter protegido os investidores de varejo dos efeitos de seus exposição a perdas de produtos financeiros estruturados e de qualquer mercado mais amplo implicações que tal atividade possa ter."

4. Em setembro de 2008, além da recomendação original por parte do Força-Tarefa Subprime, o Comitê Técnico solicitou que o TCSC5 concluísse sua revisão por meio do desenvolvimento de boas práticas em relação à devida diligência dos gestores de investimento.

<sup>1</sup> Relatório da Força-Tarefa sobre o Relatório Final da Crise do Subprime. Relatório do Comitê Técnico da IOSCO. Maio de 2008, disponível em <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD273.pdf>

<sup>2</sup> Para fins de informação, recorde-se que a Força-Tarefa da IOSCO também recomendou que o TCSC5, em coordenação com o TCSC3:

explorar "se, por uma questão de controle interno, intermediários registrados e investimento os conselheiros contam com profissionais qualificados ou treinados o suficiente para modelar uma feira avaliação adequada em condições de mercado ilíquidas:"

realizar "um estudo dos sistemas de controle interno de empresas financeiras, incluindo ativos gerentes, em diferentes jurisdições da IOSCO e desenvolvem princípios para abordar quaisquer preocupações identificado.

5. O objetivo deste artigo é delinear práticas contra as quais tanto a indústria quanto os reguladores podem avaliar a qualidade dos processos de due diligence. Eles não se destinam a servir como requisitos abrangentes no que diz respeito à devida diligência, ou para impor quaisquer novas obrigações de qualquer membro da IOSCO. A indústria e os reguladores podem adotar, como práticas apropriadas, adicionais e/ou complementares. Geralmente, essas boas práticas refletem um nível de abordagem comum e um guia prático atualmente reconhecido pela reguladores e profissionais do setor. Embora o TCSC5 não esteja adotando princípios no momento com relação à devida diligência neste documento, pode optar por realizar tal projeto em o futuro.
6. Para o propósito de seu trabalho, a IOSCO primeiro consultou profissionais do mercado e o TCSC5 reguladores de julho a setembro de 2008, a fim de identificar, respectivamente, o setor melhores práticas e os principais aspectos regulatórios em relação às obrigações dos gestores de investimento da CEI diligência. Mais especificamente, a IOSCO consultou profissionais do mercado em audiências que foram realizadas em junho e novembro de 2008. e em março de 2009. e também por meio de um questionário que foi submetido ao comércio internacional e ao principal comércio nacional associações. Da mesma forma, a IOSCO consultou os reguladores TCSC5 por meio de um sistema interno questionário com o objetivo de ter uma visão geral da legislação e regulamentação estruturas que atualmente regem a devida diligência dos gestores de investimento nos vários Jurisdições TCSC5.
7. A IOSCO também criou um grupo de trabalho<sup>4</sup> composto por profissionais da indústria e o TCSC5 membros, cujo objetivo principal era identificar os problemas no campo (principalmente à luz de as respostas recebidas à indústria e às consultas dos reguladores) e considerar se e como seria apropriado abordar as questões identificadas O grupo de trabalho concluiu sua missão estabelecendo as Boas Práticas da IOSCO com o objetivo de fornecendo à indústria em todo o mundo orientações relevantes no campo.

<sup>3</sup> Vale ressaltar que a consulta do setor foi bastante bem-sucedida, pois as respostas consolidadas foram recebido de 7 associações do setor (ou seja, a Swiss Funds Association, a Luxembourg ALFI, a Associação de Gestão de Investimentos do Reino Unido, as BVI alemãs, as espanholas INVERCO, as japonesas JITA e a EFAMA europeia).

<sup>4</sup> Os membros do grupo de trabalho da IOSCO estão listados no Apêndice 1.

## II. Âmbito do trabalho da IOSCO

### 8. Ressalta-se que, para o propósito deste artigo:

o termo gestor (es) de investimento será interpretado como se referindo a qualquer pessoa e/ou entidade autorizada (seja pela lei ou regulamentação aplicável) a gerenciar ativos em nome de clientes e, em particular, portfólios da CEI. Esses termos serão considerados como tendo o mesmo significado que os termos gestor (es) de ativos, consultor (es) de investimentos e ativos empresa (s) de gestão; e

todas as práticas identificadas por meio das palavras que os gerentes de investimento deveriam ou algo similar estrutura, são boas práticas.

### 9. Além disso, após o relatório de maio de 2008 sobre a crise do subprime, a IOSCO determinou o escopo do trabalho de due diligence de seus gestores de investimento em relação a:

- (a) investimentos feitos em nome da CEI oferecidos a investidores de varejo. O termo CIS será interpretado como referindo-se a quaisquer carteiras compostas por ativos misturados que são gerenciado coletivamente com o objetivo de atingir um objetivo de investimento predeterminado de acordo com uma estratégia de investimento predeterminada. O CIS cobrirá, nomeadamente, o investimento fundos criados sob a forma de fundos mútuos e empresas de investimento, e que são oferecidos a investidores de varejo (em oposição a profissionais e/ou institucionais investidores).
- (b) investimentos em instrumentos financeiros estruturados (SFIs) que foram determinados para o propósito deste artigo ao se referir a instrumentos financeiros securitizados e estruturados, que pode basicamente ser considerado complexo (em oposição ao mais tradicional ou simples) instrumentos de investimento básicos), nomeadamente tendo em conta as suas características específicas em particular: quando esses instrumentos têm uma estrutura de capital complexa; são difíceis de avaliar (para que suas avaliações exijam habilidades e sistemas específicos); e/ou tenham um valor muito limitado ou nenhum mercado secundário (e, portanto, são potencialmente ilíquidos). Mesmo que o IOSCO o trabalho é focado em instrumentos financeiros estruturados de renda fixa, dado seu papel fundamental em a crise atual, também se aplica a outros tipos de instrumentos financeiros estruturados, como instrumentos vinculados a ações ou instrumentos cuja compensação potencial está ligada ao mercado parâmetros O trabalho da IOSCO também se aplica a instrumentos financeiros derivativos cujos as características são próximas às dos SFIs. No entanto, nesses casos, os riscos adicionais associada à característica derivada desses instrumentos, por exemplo, risco de contraparte, vontade devem ser considerados especificamente, pois esses riscos não são cobertos por este trabalho da IOSCO.

5 Como obrigações de dívida garantidas, títulos garantidos por hipotecas residenciais e outros tipos de ativos títulos garantidos

6 Por exemplo, notas emitidas por bancos de investimento para investidores que tenham um cupom ou um pagamento final vinculado a parâmetros de mercado, como taxas de juros, volatilidade ou correlações

7 Como swaps de inadimplência de crédito.

### III. Visão geral das práticas regulatórias e do setor

10. De uma perspectiva geral, a devida diligência é comumente exigida e executada por Gerentes de investimento da CEI em conexão com qualquer tipo de investimento (independentemente de se o investimento é feito em um produto financeiro estruturado). Não é novo nem um conceito específico no que diz respeito à regulamentação da CEI O dever fiduciário de investimento os gerentes em relação a seus investidores implicam que eles ajam sempre de forma profissional. Isso implica que eles realizem a devida diligência adequada e eficiente ao investir em um produto financeiro em nome de um CIS, a fim de poder avaliar os prós e os contras de tal investimento Dadas as especificidades dos SFIs, é necessário, no entanto, definir como os requisitos gerais relativos a essa devida diligência se aplicam ao caso específico dos SFIs.
11. O grau em que a devida diligência dos gerentes de investimento da CEI é regulamentada pode no entanto, ser bem diferente de uma jurisdição para outra quanto ao cumprimento da devida a diligência pode ser exigida de acordo com normas legais ou regulamentares gerais ou específicas disposições, ou simplesmente resultam de uma prática comum ou doutrina geral. No entanto, no Na maioria das jurisdições, a devida diligência dos gerentes de investimento da CEI incluirá o verificação de que o CIS está autorizado a investir no instrumento contemplado. a revisão da consistência do investimento previsto com as características do CIS e avaliação (notavelmente, os gerentes de investimento da CEI geralmente precisam estar em condições de fazer sua própria análise fundamental e construir sua opinião sobre a avaliação de uma instrumento antes de investir nele).
12. Além disso, e na prática, as respostas à consulta indicam que a forma como o CIS os gerentes de investimento realizam sua devida diligência está longe de ser consistente (principalmente como diz respeito à forma como eles alteram seus procedimentos de devida diligência para adaptá-los a produtos financeiros", cronograma e profundidade da análise realizada). Isso pode ser explicado pelo fato de que, em certas jurisdições, a devida diligência legal e regulatória os requisitos geralmente são fornecidos em termos gerais, permitindo que os gerentes desenvolver sua própria interpretação desses requisitos.
13. Como resultado das diferenças entre os regimes de due diligence legal e regulatório em todas as várias jurisdições, e a variedade de abordagens de due diligence entre Gerentes de investimentos da CEI, CIS que investiram em SFIs relataram ter sido afetados por a turbulência do mercado em vários graus e de maneiras diferentes (considerando, em particular, o ampla gama de suas exposições ao SFI e aos vários tipos de instrumentos investidos em ou exposto a). Como resultado, foram reveladas fraquezas no escopo e abrangência da devida diligência de alguns gerentes de investimento da CEI. Em particular, alguns as respostas às consultas mostraram que várias áreas não foram suficientemente cobertas por, ou, conforme o caso, foi excluído do devido direito dos gestores de investimentos da CEI requisitos e/ou práticas de diligência. Essas áreas estão relacionadas a:

x Vale ressaltar que, em poucas jurisdições, o desempenho dos gestores de investimento da CEI é devido a diligência deriva da prática comum e se baseia em grande parte nos códigos de boas práticas das associações industriais conduzir

9 Para fins de ilustração, aproximadamente apenas metade dos gerentes de investimento da CEI respondentes indicaram a adaptação de sua devida diligência às características específicas de um determinado instrumento financeiro contemplado para investimento

10 Embora a maioria dos gerentes de investimento da CEI pareça conduzir sua devida diligência antes e durante qualquer investimento que alguns gerentes, no entanto, relataram ter concentrado sua devida diligência antes ou durante o investimento

a avaliação do impacto do investimento na CEI (nomeadamente o seu perfil de risco global),  
avaliação e liquidez):

a avaliação das características legais do investimento contemplado;

a gestão de quaisquer anomalias identificadas:

a relevância dos recursos e da organização dos gerentes de investimento da CEI para o  
propósito de efetuar e controlar a devida diligência;

a eficácia e a capacidade de resposta da devida diligência dos gestores de investimento da CEI  
políticas e procedimentos;

as condições em que a execução da devida diligência pode ser delegada a um  
terceiro;

a verificação da consistência do investimento previsto com o CIS

processos de decisão de investimento próprios dos gestores de investimento; e

o estabelecimento, a manutenção e o acompanhamento da gestão documentada dos riscos,  
políticas e procedimentos de conformidade ou controle interno pelos gerentes de investimento da CEI.

14. A turbulência do mercado, em muitos casos, levou os gerentes de investimento da CEI a reconsiderar seus  
políticas e procedimentos internos de due diligence com o objetivo de melhorar sua eficiência  
e adequação, nomeadamente através do fortalecimento de seus processos de monitoramento. Por exemplo, eles são  
considerando melhorias nas seguintes áreas:

risco de crédito, risco de contraparte, gestão de liquidez, avaliação e testes de estresse;

políticas e procedimentos de gerenciamento de riscos e controle interno;

aprimorando as informações fornecidas aos investidores de varejo: e

estendendo os relatórios feitos à gerência sênior

Algumas jurisdições também decidiram considerar se as atualizações ou emendas deveriam  
ser adaptado à estrutura legal ou regulatória existente para que seja mais eficaz



#### IV. Mensagens-chave

15. Ao reconsiderar as políticas e procedimentos de due diligence, as principais mensagens abaixo devem ser mantido em mente.

Investir em um SFI é diferente de investir em um instrumento mais tradicional muitas vezes referido como um instrumento simples de baunilha. Os riscos são diferentes e exigem para um processo personalizado de due diligence.

Se você não entende um SFI, não o compre.

A devida diligência é e deve continuar sendo um processo de valor agregado. Não é e nunca deve torne-se um processo simples de marcar caixas.

A devida diligência geralmente é um processo de três etapas e iterativo, que é estruturado em torno da compreensão dos ativos subjacentes do SFI, de sua estrutura e de como isso se encaixa no mandato da CEI.

A devida diligência não é um processo estático. É um processo contínuo, que começa no momento em que o investimento inicial no SFI é contemplado e termina quando o SFI amadurece ou é alienado.

V. Boas práticas dos gerentes de investimento ao investir em empresas estruturadas  
Instrumentos financeiros

UNIA. Práticas chave

Ao avaliar um SFI, os gerentes de investimento devem avaliar a disponibilidade, confiabilidade e relevância das informações disponíveis no mercado e no ativos subjacentes.

As propriedades exclusivas do conjunto específico de ativos não devem ser consideradas idêntico à categoria de ativos mais ampla. Os gerentes de investimento devem garantir que sua análise dos ativos subjacentes é baseada em informações relevantes para esse tipo específico de ativos subjacentes.

A análise da estrutura do SFI deve ser conduzida tanto em condições normais quanto em cenários de estresse.

O gerente de investimentos também deve garantir que ele tenha ou tenha acesso ao direito experiência para conduzir uma análise de um SFI específico, incluindo experiência jurídica.

Qualquer que seja a estrutura do SFI, o gerente de ativos deve entender como os fluxos de caixa serão alocados às diferentes parcelas do SFI.

O gestor de ativos deve usar as práticas descritas neste documento para criar suas próprias parecer sobre o SFI: o preço é justo para os riscos assumidos em nome do investidores?

O gerente de investimentos deve verificar se está investindo no SFI em nome do CIS é consistente com as divulgações, mandatos e operações internas do CIS.

O gerente de investimentos deve compreender a metodologia, os parâmetros e base na qual a opinião de um terceiro foi produzida. Ele deveria meios e conhecimentos adequados para desafiar a metodologia e os parâmetros.

16. Geralmente, a devida diligência, no mínimo, deve se basear nas seguintes três etapas contínuas com o objetivo de compreender, avaliar e monitorar:

os ativos subjacentes da SFI, uma vez que impulsionarão os fluxos de caixa da SFI;  
a estrutura do SFI. incluindo sua estrutura de fluxo de caixa, como os riscos são mitigados ou aumentou e qual o papel que terceiros desempenham na estrutura; e  
a consistência de investir no SFI com o mandato da CEI e com a forma foi comercializado para investidores e a capacidade do gestor de ativos de lidar com o investimento nesse SFI.

17. Essas três etapas se alimentam mutuamente. Não são etapas puramente sequenciais, quando necessário a diligência começa com a etapa 1 e termina com a etapa 3. mas sim etapas iterativas onde os problemas identificados em cada etapa podem levar à contemplação de questões adicionais em outra etapa.

18. Ao avaliar a eficácia de seus processos de due diligence, os gerentes de investimento deve ter cuidado com dois riscos:

O risco do chamado comportamento "eu também", onde há pressão sobre o desempenho de curto prazo incentiva os gestores de investimento a investirem em SFIs semelhantes aos investidos por seus colegas sem realizar a devida diligência ou ignorando as conclusões dessa devida diligência; e

O risco de que a devida diligência não se concentre nas questões certas. Isso pode levar ao gerente de investimentos com vista a um risco específico do SFI.

Os gerentes de investimento também devem garantir que seus processos de due diligence sejam adaptados para a natureza do SFI em análise. Dada a grande variedade de ativos subjacentes das SFIs e estruturas, em conformidade com as principais práticas fornecidas neste documento, pode ser muito simples para alguns tipos de SFIs, embora exija atualizações e investimentos significativos em recursos humanos e técnicos para SFIs do tipo mais complexo.

#### B. Etapa 1: Análise dos ativos subjacentes do SFI

19. O objetivo da etapa 1 é entender a dinâmica dos ativos subjacentes do SFI, uma vez que isso impulsionará os fluxos de caixa pagos pelo SFI ao investidor. Isso significa entender tanto o mercado ao qual esses ativos pertencem quanto a como esses ativos se comportam em comparação com aquele mercado.

#### Expectativas gerais

Ao avaliar um SFI, os gerentes de investimento devem avaliar a disponibilidade e a confiabilidade e relevância das informações disponíveis no mercado e no subjacente ativos.

20. Os gerentes de investimento devem avaliar a disponibilidade, confiabilidade e relevância de informações disponíveis no mercado e nos ativos subjacentes. deve verificar que informações adequadas estarão disponíveis de forma contínua para realizar o monitoramento de o SFI. Eles devem verificar ainda mais se a realidade permanece alinhada com as estimativas de qualquer modelo. usado para analisar o SFI.

Por exemplo, na avaliação das informações do SFI: certas obrigações de dívida garantidas (CDOs), que apresentaram problemas em algumas jurisdições, conhecidos como CDOs cegos, fornecidos muito pouca informação sobre as características de seus ativos subjacentes. Investidores portanto, baseou sua decisão de investimento nas informações que o organizador do CDO estava disposto a divulgar sobre os ativos subjacentes e sobre as classificações das parcelas, que foram baseados em informações adicionais divulgadas pelo organizador da classificação agências. Em retrospectiva, parece que esses CDOs não forneceram o suficiente informações para permitir que os investidores realizem a devida diligência.

21. Identificar falhas nas informações disponíveis não impede necessariamente o investimento em o SFI. Cabe ao gestor de investimentos avaliar e mitigar os riscos correspondentes, e decida se o nível de retorno resultante é adequado ou não.
22. As informações necessárias neste estágio não são apenas quantitativas. Em muitos casos, a compreensão a dinâmica do mercado exigirá a coleta de informações qualitativas sobre o mercado subjacente.

Da análise de mercado à análise de ativos

As propriedades exclusivas do conjunto específico de ativos não devem ser consideradas idêntico à categoria de ativos mais ampla. Os gerentes de investimento devem garantir que sua análise dos ativos subjacentes é baseada em informações relevantes para esse tipo específico de ativos subjacentes.

23. As propriedades exclusivas do conjunto específico de ativos não devem ser consideradas idêntico à categoria de ativos mais ampla. Os gerentes de investimento devem garantir que sua análise dos ativos subjacentes é baseada em informações relevantes para esse tipo específico de ativos subjacentes. Eles também devem verificar se a granularidade de os dados são adequados.

Por exemplo, os limites dos dados usados para analisar MBS subprime dos EUA emitidos em 2005-2006 não foram devidamente tidos em conta Durante um curto período de tempo, o número de Os empréstimos hipotecários subprime dos EUA e outros empréstimos hipotecários de baixa documentação dispararam” O rápido desenvolvimento desse mercado nos anos anteriores, juntamente com características como o diversidade nos tipos de empréstimos, bem como a importante ligação entre os preços das casas e o risco de inadimplência 12. impactou dramaticamente a natureza e o nível de risco disso mercado e, portanto, as ofertas securitizadas. Desconsiderando. ou inapropriadamente avaliando, esses fatos resultaram em avaliações errôneas do perfil de risco desses MBS.

Como outro exemplo, características que levam a uma concentração de riscos, como concentração de hipotecas em um pool originário da mesma área geográfica. apresentam riscos diferentes, pois os pagamentos/inadimplências atrasados aumentarão neste grupo se forem econômicos eventos afetam de forma única (ou particularmente) essa área geográfica. Esse risco não seria ser considerado nos dados de correlação disponíveis para conjuntos de hipotecas aparentemente semelhantes, se os dados sobre esses domicílios são baseados em várias áreas geográficas.

A disponibilidade de diferentes parcelas também afeta a devida diligência. Se a parcela mais alta de um MBS foi concebido para ser estruturado para suportar tudo, exceto eventos excepcionais, dados agregados sobre o perfil de risco médio do conjunto de hipotecas podem não ser

<sup>11</sup> Em 2005, essas hipotecas representaram 30% do valor total em dólares dos empréstimos hipotecários, acima de apenas 10% em 2003. Veja Chris Mayer, Karen Pence e Shane Sherlund, *The Rise in Mortgage Defaults*, Série de discussões sobre finanças e economia, Federal Reserve Board (novembro de 2008).

<sup>12</sup> As hipotecas subprime tinham uma ampla gama de características de empréstimo e inadimplência, como empréstimos com opções. para diferir empréstimos que foram convertidos de taxas de juros fixas em flexíveis. Embora nem todos os empréstimos fossem de baixa qualidade, havia mutuários que dependiam do aumento dos preços das casas para permitir o refinanciamento para garantir que eles pudessem continuar a fazer seus pagamentos À medida que os preços da habitação iniciaram uma queda em 2005. os mutuários que buscavam refinar para evitar taxas mais altas não conseguiram fazer isso, levando à inadimplência e execuções hipotecárias Veja Paul Mizen, *The Credit Crunch of 2007-2008: Uma discussão sobre os antecedentes Reações do mercado e respostas políticas, Revisão do Federal Reserve Bank of St. Louis* (Setembro/outubro de 2008).

suficiente para avaliar o perfil de risco dessa parcela, uma vez que não refletirá adequadamente o risco de eventos excepcionais. Em alguns casos, uma análise do nível do empréstimo pode ser necessária para avaliar corretamente um perfil de risco.

### C. Etapa 2: Analisando a estrutura do SFI

24. O objetivo da etapa 2 é, através da compreensão da estrutura do SFI, construir um opinião sobre esse SFI: seu preço é adequado aos riscos aos quais está exposto?

25. Ao conduzir essa análise, o gerente de investimentos deve garantir que todas as informações relevantes os riscos são identificados e avaliados: embora o foco tenda a ser o risco de mercado (incluindo riscos vinculados a parâmetros de mercado, como taxas de juros, volatilidade ou correlações). outros tipos de riscos não devem ser desconsiderados. Em particular, o mercado recente eventos mostraram que os SFIs geralmente incorporam um risco de liquidez e que a contraparte ou o risco do emissor deve ser cuidadosamente avaliado

Por exemplo, sobre liquidez: a lógica por trás dos Veículos de Investimento Estruturados (SIVs) era financiar ativos de longo prazo com alta classificação por meio de uma combinação de curto prazo papel comercial, notas de médio prazo e notas de capital de longo prazo. O objetivo era maximizar a diferença entre os juros sobre os ativos e o custo de financiamento, com grande parte da diferença com base na incompatibilidade de maturidade dos SIVs ativos e passivos. No entanto, essa arbitragem não foi isenta de riscos. Ao financiar esgotado para o papel comercial de curto prazo emitido por SIVs, o risco de liquidez embutido nessas estruturas foi revelado: essas estruturas dependiam de uma contínua acesso ao mercado líquido, uma vez que suas linhas de liquidez de reserva cobriam apenas uma pequena parte de seus ativos.

Com relação aos emissores ou contrapartes, a falha do Lehman Brothers revelou um risco que, em alguns casos, foi ignorado pelos investidores, ou seja, o risco do emitente. Em algumas jurisdições, alguns investidores que buscam limitar o risco de mercado vinculado ao direto investimento em ativos simples, como ações ou CIS, comprou capital-títulos garantidos emitidos pelo Lehman Brothers cujo pagamento foi diretamente vinculado ao desempenho desses ativos de risco (por exemplo, 60% do desempenho final de um determinado CIS). Quando o Lehman Brothers faliu, eles perderam o benefício da indexação parcial para o desempenho dos ativos de risco e a garantia de capital, e tornou-se simples credores do Lehman Brothers

A análise da estrutura do SFI deve ser conduzida tanto em condições normais quanto em cenários de estresse.

26. A análise da estrutura do SFI deve ser conduzida tanto em condições normais quanto em cenários de estresse. O teste de estresse deve incluir o teste de valores atípicos.

27. Ao conduzir essa análise, o gerente de investimentos deve primeiro avaliar a confiabilidade e relevância das informações usadas. A análise não deve ser baseada apenas em documentos de marketing. Deve ser baseado em documentos juridicamente vinculativos ou em rascunhos versões desses documentos (por exemplo, prospecto e/ou folha de termos). Os rascunhos de documentos devem seja usado com cuidado e cautela e o impacto de quaisquer discrepâncias com o final, a versão legalmente vinculativa deve ser verificada

O gerente de investimentos também deve garantir que ele tenha, ou tenha acesso, à direita experiência para conduzir uma análise de um SFI específico, incluindo experiência jurídica.

28. O gestor de investimentos também deve garantir que ele tenha, ou tenha acesso<sup>13</sup> a, o direito experiência para conduzir essa análise, incluindo perícia jurídica.

#### Analisando a estrutura do SFI em cenários normais

29. A maioria dos SFIs é construída em torno da alocação de fluxos de caixa para as diferentes parcelas do SFIs. Nos casos mais simples, esses fluxos de caixa são produzidos por ativos mantidos por um especial veículo de propósito (SPV), e este SPV emite as diferentes parcelas do SFI. Em mais casos complexos, os ativos podem ser detidos por uma entidade que é diferente do emissor do SFI e os fluxos de caixa desses ativos são transferidos para o emissor por meio de recursos financeiros instrumentos derivativos. Em outros casos, cabe ao emissor da SFI cobrir o risco obtido através do SFI através da celebração de contratos de derivativos financeiros com o mercado contrapartes.

Qualquer que seja a estrutura do SFI, o gestor de ativos deve entender como ganhar dinheiro os fluxos serão alocados às diferentes parcelas do SFI.

30. Qualquer que seja a estrutura do SFI, o gestor de ativos deve entender como ganhar dinheiro os fluxos serão alocados às diferentes parcelas do SFI. Ele deve verificar se o a documentação legal do SFI descreve a alocação de fluxos de caixa de forma abrangente e de forma inequívoca.

Por exemplo: em alguns RMBS (títulos garantidos por hipotecas residenciais), pagamentos em o principal para as diferentes parcelas foi feito proporcionalmente, em vez de base sequencial. Isso significava que os pagamentos do principal eram feitos simultaneamente para todas as parcelas, e que os fluxos de caixa foram desviados para as parcelas seniores, se houvesse certas perdas. Se as taxas de inadimplência nos empréstimos subjacentes experimentassem um aumento repentino, pode acontecer que o desvio dos fluxos de caixa para as parcelas seniores tenha ocorrido tarde demais uma etapa para evitar que essas parcelas sofram perdas. Em outras palavras, havia um risco de que parcelas seniores possam sofrer uma perda, mesmo que mais parcelas juniores tivessem não foi exterminado. Consequentemente, avaliando como os fluxos de caixa seriam alocados para as diferentes parcelas do SFI em diferentes cenários foram importantes para avaliar o SFI.

31. O gerente de ativos também deve compreender as funções das partes envolvidas no SFI. UMA O SFI geralmente envolve várias partes: normalmente, um originador transfere fluxo de caixa produzindo ativos para um SPV. Este SPV emite títulos com diferentes graus de subordinação (as parcelas). O negócio é estruturado com a ajuda de um banco, conhecido como arranjador. Um prestador de serviços é responsável por cobrar os pagamentos dos ativos (ou seja, mensalmente) pagamentos por empréstimos). Um gerente de ativos pode ser responsável por gerenciar ativamente os ativos. No entanto, outras entidades podem fornecer linhas de aumento de crédito ou liquidez. Advogados são frequentemente envolvido na estruturação do negócio e emite pareceres jurídicos sobre sua robustez. Frequentemente agências de classificação também estão envolvidas

<sup>13</sup> As questões relativas aos recursos humanos dos gestores de investimento são consideradas nos parágrafos 46 a 48. Onde o gerente de investimentos não tem acesso direto à experiência certa para conduzir essa análise e portanto, tem que usar um terceiro para esse fim, os parágrafos 49 e os seguintes se aplicam.

32. Devido ao número de partes envolvidas, identificando as diferentes partes, seu papel e a responsabilidade pode não ser simples. As informações podem ser divididas em vários documentos diferentes, que podem não ser juridicamente vinculativos, ou podem até mesmo não estar disponíveis ainda entender quem faz o quê, quem é responsável por quê, onde estão os conflitos de interesse e como eles são tratados? é fundamental para uma devida diligência. O fato de que um acordo é comercializado ou organizado por uma instituição financeira conhecida não substitui tal análise.

Por exemplo: conflitos de interesse, em uma variedade de formas, fizeram parte do recente turbulência financeira. Por exemplo, em alguns países, os intermediários hipotecários foram remunerados com base na quantidade de empréstimos e não em sua qualidade. O uso de off-veículos de balanço e SPVs também criaram incentivos. Os ratings também tiveram um papel como as classificações geralmente faziam parte do mandato de um gerente, criando uma demanda por produtos classificados. Os conflitos de interesse das agências de classificação de crédito também foram bem descritos no caso dos CDOs, os investidores tinham um forte interesse em CDOs cujos ativos subjacentes eram dívidas de LBOs (Leverage Buy-Out) e permitiu que os bancos descarregassem 100% de seus exposição a esses negócios por meio dos CDOs. A situação era semelhante à do subprime mercado: a remuneração do banco dependia do número de negócios organizados, mas não na precificação adequada do risco vinculado à dívida, uma vez que esse risco era transferido para o CDOs. Reconhecendo os conflitos de interesse e suas implicações, especialmente no que diz respeito aos padrões de subscrição, era importante para avaliação do investidor e devida diligência sobre esses CDOs.

As seguradoras monolinas também eram importantes no mundo da SFI. Os SFIs pagavam um seguro. prêmio a esses fiadores em troca de uma promessa de compensar qualquer déficit em juros ou capital nas parcelas mais seniores dos SFIs. A crise financeira revelou que essas seguradoras também subestimaram ou desconsideraram a correlação risco desse tipo de atividade (ou seja, que todos os ativos subjacentes de muitos SFIs tenham errado em na mesma época) e tinham meios financeiros insuficientes para cumprir seus passivos. Identificar que o perfil de risco das parcelas mais seniores desses SFIs dependia de a capacidade dessas seguradoras monolinas de cumprir seus passivos foi uma importante elemento da devida diligência em relação aos investimentos em tais SFIs.

Analisando a estrutura do SFI em cenários de estresse

33. Analisar como o SFI se comporta em cenários de estresse é ainda mais importante, pois, ao contrário dos emissores de títulos ou ações, os SFIs geralmente são estruturados de uma vez por todas e portanto, têm uma capacidade muito limitada de se adaptar a situações imprevistas.

Por exemplo: Considerando que uma empresa que emite dívidas corporativas pode mudar seus negócios modelo: se mudanças imprevistas afetarem seu ambiente de negócios, os SFIs têm pouco ou nenhum capacidade de mudar sua estrutura

34. O primeiro passo para essa análise é identificar os cenários de estresse e como eles serão impactar o SFI: o que pode dar errado e o que acontece se isso der errado? Esta análise não deve ser restrito à estrutura do próprio SFI, mas deve ser estendido a outros características do SFI, incluindo ativos subjacentes (ou seja, empréstimos), mecanismos que direcionam os fluxos de caixa desses ativos subjacentes para o SPV que emite o SFI, capacidade do gerente do SFI para reequilibrar a carteira de ativos subjacentes sempre que necessário, etc.

Por exemplo:, um título garantido de capital em que a garantia de capital é alcançada por meio de técnicas de CPPI (seguro de portfólio de proporção constante) e onde o ativos de risco são investidos em SFIs, exigindo implicitamente que esses SFIs permaneçam líquido suficiente para permitir que o gerente desse pool de SFIs os venda, se necessário (ou seja, para evitar que o valor dos ativos subjacentes caia abaixo do piso do título).

35. O gerente de investimentos deve verificar como os cenários de estresse se refletem na forma como o SFI é estruturado e, se as provisões projetadas para lidar com esses cenários de estresse, são fáceis e rapidamente aplicável. Essa análise não deve se restringir à estrutura legal e documentação do próprio SFI. Deve ser estendido a outras características do SFI. Deve também ter em conta a viabilidade prática dessas disposições, especialmente quando confiam na disponibilidade de terceiros com uma experiência específica.

Por exemplo: a maioria das hipotecas residenciais nos EUA são empréstimos sem recurso: o inadimplência do devedor, a execução hipotecária é a única opção para o credor recuperar a totalidade ou parte do empréstimo. Não é possível recorrer à renda ou a outros ativos do devedor. Isso Uma característica particular do mercado dos EUA deve ser levada em consideração ao elaborar cenários de estresse em relação ao MBS envolvendo hipotecas dos EUA.

Os prestadores de serviços têm um papel importante nos SFIs. Por exemplo, prestadores de serviços e o uso de empréstimos especialistas em recuperação ao lidar com pagamentos atrasados ou execuções hipotecárias em residências hipotecas é um exemplo da necessidade de levar em conta a operação e viabilidade prática das disposições concebidas para lidar com cenários de stress relacionados com os ativos subjacentes do SFI. Dada a possibilidade de altos padrões em determinados hipotecas residenciais, existe o risco de que as provisões dependam fortemente das ações de esses prestadores de serviços podem ser menos eficazes do que o esperado. Isso deve ser levado em consideração ao avaliar o SFI e os impactos dos problemas em sua carteira de empréstimos subjacente.

36. O gerente de investimentos deve analisar como a estrutura de fluxo de caixa do SFI muda em cenários de estresse (ou seja, impacto de gatilhos/violações do convênio) e para quais parcelas este é prejudiciais ou benéficos.

Por exemplo: alguns SFIs tinham gatilhos de valor de mercado destinados a proteger a maioria parcelas seniores: Isso garantiu que os fluxos de caixa fossem desviados para os mais altos parcelas ou mesmo essa liquidação antecipada ocorreria se o valor de mercado dos ativos detidos pelos SFIs caíram abaixo de um determinado nível. Esses gatilhos protegiam claramente os idosos parcelas em detrimento de mais parcelas juniores No caso de liquidação antecipada, este poderia significar que as parcelas juniores seriam forçadas a reconhecer as perdas devido ao venda rápida, em um mercado em dificuldades, dos ativos da SFI e apesar do fato de que esses as perdas teriam sido mais limitadas, ou mesmo inexistentes, se o SFI as tivesse mantido ativos até a maturidade da estrutura A análise desse risco deve fazer parte do processo de due diligence.

Construindo uma opinião sobre o SFI

O gestor de ativos deve usar as práticas descritas neste documento para criar suas próprias opinião sobre o SFI: o preço é adequado para os riscos assumidos em nome dos investidores?

37. Essas diferentes etapas devem permitir que o gerente de ativos construa sua própria opinião sobre o SFI: o preço é adequado para os riscos que estou assumindo em nome dos investidores?



38. Construir uma opinião sobre o preço do SFI implica que o gestor de ativos compreenda quais são os fatores determinantes dessa avaliação e quão sensível o preço é aos parâmetros do mercado.

Isso requer que análises quantitativas e qualitativas sejam conduzidas. Dado o estrutura frequentemente complexa dos SFIs, a análise quantitativa do SFI formará uma parte importante de sua avaliação. No entanto, é essencial que essa avaliação seja complementado por uma análise qualitativa, que deve permitir que os gestores de ativos identifiquem quaisquer limitações a essa análise quantitativa. Essa análise qualitativa também deve permitir gerentes de ativos para testar o estresse dos parâmetros usados na análise quantitativa (ou seja, correlações, taxas de inadimplência).

39. Construir uma opinião sobre o preço do SFI implica que o gerente de investimentos deve todos os casos sejam capazes de explicar por que ele acha que o preço que está pagando é o correto para os riscos que ele está assumindo em nome da CEI. Para este propósito, ele precisa, em particular, realizar uma operação robusta análise para poder justificar sua decisão de investimento. Em outras palavras, um SFI com retornos aparentemente mais altos do que o que o mercado geralmente oferece devem disparar o alarme em vez de levar a uma decisão rápida de investimento.

#### D. Etapa 3: Como o SFI se encaixa no mandato da CEI?

O gerente de investimentos deve verificar se está investindo no SFI em nome da CEI é consistente com as divulgações, mandatos e operações internas da CEI.

40. O objetivo da etapa 3 é verificar a consistência do investimento no SFI com o CIS mandato e a forma como foi comercializado para investidores e a capacidade do ativo gerente, incluindo seus sistemas de controle, conformidade e gerenciamento de riscos, para lidar o investimento nesse SFI.

41. Conforme mencionado acima, investir em um SFI é diferente de investir em uma baunilha simples instrumento. Os SFIs podem dar exposição a uma gama mais ampla de riscos, incluindo alavancagem, riscos de contraparte e liquidez Além disso, sua própria liquidez pode mudar rapidamente e dramaticamente, sua capacidade de se adaptar a um ambiente em mudança é limitada e lidar com o investimento/desinvestimento em um SFI do ponto de vista operacional pode ser complicado. Isso significa que, uma vez que as etapas 1 e 2 do processo de due diligence tenham habilitado o ativo gerente para construir sua opinião sobre o SFI, a decisão final de investimento não deve ser tomada é garantido e, pelo contrário, deve exigir e confiar em diligências adicionais.

Compatibilidade com divulgações do CIS

42. O gerente de investimentos deve verificar se investir no SFI em nome do CIS é consistente com as divulgações feitas, seja em documentos legais ou de marketing, aos investidores sobre os objetivos de investimento, a estratégia e o perfil de risco da CEI 15.

<sup>14</sup> Essa análise quantitativa deve ser baseada em parâmetros adaptados ao pool de ativos subjacentes e não com base em suposições genéricas relativas a esse tipo de ativos, como já mencionado no parágrafo 23

<sup>15</sup> O princípio 19 da IOSCO em relação ao CIS afirma que "A regulamentação deve exigir a divulgação conforme estabelecido em os princípios para emissores, necessários para avaliar a adequação de um investimento coletivo esquema para um determinado investidor e o valor da participação do investidor no esquema".

O gerente de investimentos deve ser ainda mais cauteloso se a documentação do CIS o fizer. não mencionar explicitamente a possibilidade de investir em SFIs. Embora isso não aconteça significa necessariamente que tal investimento não é possível, significa que um preciso análise da documentação da CEI (nomeadamente no que diz respeito à descrição da CEI objetivo de investimento, estratégia e perfil de risco) devem ser feitos para verificar se tal o investimento é consistente com as divulgações gerais feitas.

#### Compatibilidade com o mandato do CIS

43. O gerente de investimentos deve verificar se o SFI se encaixa corretamente no mandato da CEI.

Atenção específica deve ser dada às questões de avaliação e liquidez, bem como à forma como o SFI interage com os outros ativos detidos pelo CIS e afeta o conjunto características e estrutura do portfólio CIS.

43. O gerente de investimento deve verificar se as informações disponíveis sobre a avaliação da SFI é compatível com os requisitos de avaliação do CIS. O CIS geralmente fornece diariamente ou resgates semanais Isso implica que o gestor de ativos seja capaz de fornecer um avaliação precisa do SFI em uma base diária ou semanal. Se a avaliação se basear em cotações fornecidas pelos formadores de mercado, muitas questões devem ser consideradas:

quão relevantes são essas citações? ;

os formadores de mercado se comprometeram a negociar quantias significativas com base nesses citações? ;

eles se comprometeram a continuar fornecendo essas cotações durante a vida útil do SFI? :

se esses formadores de mercado pararem de fornecer essas cotações, existem alternativas fontes de avaliação? :

o gestor de ativos é capaz de avaliar de forma independente o SFI, se necessário?

45. O gerente de investimentos deve verificar se a liquidez do SFI é compatível com o frequência de resgate do CIS e com a necessidade de manter a estrutura do portfólio do CIS ao longo do tempo. A liquidez do SFI inclui a liquidez incorporada no estrutura do SFI, conforme referenciado no parágrafo 25, bem como no mercado. Por exemplo, como o mercado secundário da SFI é estruturado, incluindo o papel dos formadores de mercado? O CIS deve cumprir resgates significativos (ou seja, em termos de número ou valores)? dos pedidos de resgate), é possível manter a estrutura do portfólio do CIS ou existe o risco de que os resgates sejam atendidos com os ativos mais líquidos, deixando o investidores remanescentes com exposição a uma parcela crescente de ativos ilíquidos?

Por exemplo: um CIS experimentando saídas significativas em um determinado período (ou seja, um alguns meses) pode precisar vender ativos líquidos e menos líquidos para atender resgates sem distorcer sua estrutura de portfólio. Se as redenções fossem atendidas apenas através da venda de ativos líquidos, sem vendas subsequentes de ativos menos líquidos para mantendo a estrutura do portfólio, a proporção de ativos menos líquidos aumentaria para níveis incontrolláveis, em detrimento dos demais investidores

#### Compatibilidade com a organização, os meios e os controles internos do gestor de ativos

46. Um gestor de ativos que investe em instrumentos financeiros simples precisará se adaptar. sua organização, recursos (humanos e técnicos) e controles internos nos quais investir

SFIs. Nesse caso, modificações significativas podem ser necessárias na organização, na recursos humanos e técnicos e os controles internos do gestor de ativos

Há uma enorme variedade de ativos e estruturas subjacentes das SFIs e níveis de risco.

O conhecimento e a experiência em análise de risco de SFI não são tão difundidos quanto em ações e crédito pesquisa. Essas circunstâncias exigem que os gestores de ativos prestem atenção específica ao adequação de sua organização, recursos e controles internos com os tipos de SFIs sendo considerados para investimento. Eles devem garantir que o papel e as responsabilidades de os diferentes departamentos estão claramente definidos e adequadamente documentados. Eles devem verifique se esses departamentos têm a experiência certa para realizar as tarefas esperadas.

47. As dificuldades podem vir de todos os departamentos da empresa, assim como alguns departamentos podem. carecem da experiência relevante para realizar sua parte do processo de due diligence ou do trabalho operacional no CIS, e os diferentes sistemas de TI podem não conseguir entrar e acompanhe todas as características relevantes do SFI (partes do negócio, caixa esperado fluxos, maturidade legal versus esperada, etc.). Isso pode levar a apresentações inadequadas de o portfólio do CIS nos níveis frontal, intermediário e administrativo, até o cálculo impreciso de índices legalmente vinculativos (por exemplo, diversificação, risco de contraparte) ou de dados de monitoramento de risco (todos os riscos associados ao investimento no SFI podem ser monitorados por meio dos sistemas atuais? e procedimentos?). ou para algumas situações em que relatórios importantes vêm do emissor do SFI pode ser desconsiderado porque o escritório intermediário não estava ciente de sua significado, etc.

48. Antes de investir em um novo tipo de SFI, a empresa de gestão de ativos deve avaliar o que atualizações de sua organização, recursos e controles internos são necessários e certifique-se eles são alcançados em tempo hábil e, em qualquer caso, antes do investimento. Esta avaliação deve contar com um processo formal, que geralmente é chamado de aprovação de um novo produto processo

Esse processo deve permitir que a empresa de gestão de ativos verifique se todas as partes do a devida diligência está ciente do que se espera deles e tem a experiência adequada para faça isso. Isso significa incluir não apenas os escritórios frontais e intermediários, mas também os de trás departamentos de escritório, controle interno, conformidade e gerenciamento de riscos, marketing departamento, departamento encarregado de produzir os relatórios da CIS, departamento jurídico, etc. Pode ser necessário envolver terceiros também (ou seja, depositário/custodiante). Também significa que pode ser apropriado avaliar e modificar as políticas e procedimentos, incluindo controles internos, de conformidade e de risco, do gestor de ativos, bem como do meios técnicos (ou sistemas de TI) para novos SFIs.

Os exemplos a seguir ilustram os tipos de situações mencionadas acima  
A abordagem deve ajudar a empresa de gestão de ativos a evitar:

O front office assume a liderança sobre os outros departamentos do novo produto. processo de aprovação, as preocupações levantadas por outros departamentos durante o processo são desconsiderado, ou o processo em si é desconsiderado, a fim de permitir que o front office

<sup>16</sup> Na Europa, esse requisito é muitas vezes referido como a necessidade de ter um documento "documentado e rastreável" processo

<sup>12</sup> O Grupo de Trabalho do Mercado Monetário do Investment Company Institute fez um semelhante recomendação em seu relatório de março de 2009.

compreenda o que considera oportunidades únicas de investimento (ou seja, SFIs com uma retorno atraente):

Os departamentos de controle interno ou controle de risco não possuem os recursos adequados ou experiência para avaliar o perfil de risco do novo tipo de SFI. A entrada ou aprovação fornecido por esses departamentos não deve ser puramente formal e deve agregar valor ao processo;

O sistema contábil não é capaz de reservar adequadamente um novo tipo de SFI. Desde a frente o escritório já comprou o instrumento, o back office encontra uma maneira de contornar o problema ao fazer uma reserva que sabe que não é apropriada. Isso resulta em comunicação imprópria, uma vez que o SFI está registrado sob outro tipo de instrumento, e também significa que as informações essenciais sobre o SFI são omitidas: e

O front office compra um novo tipo de SFI exposto ao risco de variação. O risco o sistema de monitoramento não é capaz de lidar com esse tipo de risco, pois não há limites de risco em relação à exposição a esse tipo de risco e indicadores de risco agregados (ou seja, VaR, testes de estresse) não levam em conta esse risco. Isso resulta no perfil de risco do O portfólio do CIS está sendo grosseiramente subestimado

#### E. Uso de terceiros no processo de due diligence

49. O processo de due diligence geralmente se baseia em informações ou opiniões fornecidas por terceiros festas. A justificativa para as empresas de gestão de investimentos é obter acesso para conhecimentos que não estão disponíveis para eles. ou para se beneficiar de economias de escala em tarefas repetitivas relativamente simples

50. Em todos os casos, o uso por um gerente de investimentos de um terceiro no decorrer de seu prazo o processo de diligência não altera nem diminui a responsabilidade do gerente de investimentos.

51. O caso em que o gerente de investimentos terceiriza uma forma relativamente simples, claramente definida e parte limitada de seu processo de due diligence não exige requisitos específicos. do que verificar se o gestor de ativos é capaz de controlar o desempenho dos terceirizados tarefas. Isso implica que o gerente de investimentos tem e mantém a experiência relevante. e organização (por exemplo, recursos humanos e de TI) para controlar adequadamente uma situação contínua com base no fato de que as tarefas terceirizadas estão sendo executadas adequadamente por terceiros.

52. Quando o gerente de ativos busca obter acesso a conhecimentos que ele não possui, ele deve ser muito cauteloso sobre como ele lida com as informações que recebe. As opiniões de terceiros podem contribuem para um processo de due diligence, mas nunca devem substituir o próprio gestor de ativos opinar, nem dispensá-lo de seu dever de realizar a devida diligência. Decisão- a fabricação não pode ser terceirizada

53. Quando o parecer é emitido por uma parte do SFI (ou seja, o estruturador ou o autor), deve ser tratado com cautela e nunca como uma opinião de terceiros.

54. Quando o parecer é emitido por uma agência de notação de crédito, o gestor de ativos deve: reconhecem que, ao contrário das classificações de títulos ou ações simples, a classificação em geral depende mais da modelagem quantitativa (por exemplo, modelagem de fluxo de caixa) e, portanto, é muito sensível à hipótese subjacente dessa modelagem.

O gerente de investimentos deve entender a metodologia, os parâmetros e a base sobre a qual foi produzida a opinião de um terceiro. Ele deveria ter o suficiente meios e conhecimentos para desafiar a metodologia e os parâmetros.

55. Uma boa prática é que o gerente de investimentos compreenda a metodologia, parâmetros e a base sobre a qual a opinião do terceiro (por exemplo, o crédito agência de classificação) foi produzida e ter os meios e conhecimentos adequados para desafiar essa metodologia e os parâmetros (principalmente, identificar seus limites).

A este respeito, deve ser feita referência ao trabalho da IOSCO sobre CRAs, nomeadamente o Fundamentos do Código de Conduta da IOSCO para agências de classificação de crédito, conforme publicado pela primeira vez em dezembro de 2004 e atualizado em maio de 2008<sup>18</sup> com o objetivo de abordar as questões identificados em relação às classificações de crédito dos SFIs no contexto da crise de crédito. Para Para o propósito deste documento, deve-se ter em conta, em particular, as recomendações do Código de Conduta da IOSCO em relação às responsabilidades dos CRAs em relação ao investimento público e emissores, que afirmam que, entre outras coisas, uma agência de classificação de crédito deve:

fornecer aos investidores e/ou assinantes informações suficientes sobre sua perda e análise do fluxo de caixa de SFIs para que um investidor autorizado a investir no SFI possa entender a base da classificação da agência;

divulgue o grau em que analisa a sensibilidade de uma classificação de um SFI a mudanças nos pressupostos de rating subjacentes da agência; e

divulgue a metodologia principal ou versão da metodologia em uso na determinação uma classificação.

Também deve ser feita referência à supervisão permanente das CRAs pela IOSCO (e em particular da implementação deste último do Código de IOSCO acima mencionado Conduza (conforme atualizado) por meio do recém-criado Comitê Técnico Permanente Comitê de Agências de Classificação de Crédito. O propósito dessa posição da IOSCO o comitê será duplo:

- (a) discutir, avaliar e considerar regularmente iniciativas regulatórias e políticas sobre agências de notação de crédito; e
- (b) facilitar o diálogo regular entre os reguladores de valores mobiliários e a notação de crédito indústria de agências.

57. Em todos os casos, uma classificação de crédito não substitui a devida diligência. O gerente de ativos deve entenda como a opinião da agência de classificação de crédito foi formada e não deve confiar excessivamente ou apenas para formar sua própria opinião sobre o SFI. Ele deveria ser ainda mais cauteloso quando não consegue ou não quer entrar nos detalhes mencionados no parágrafo anterior. Ele deve tratar as classificações de crédito como o início da devida diligência, e nunca foi o fim.

18

Os fundamentos revisados do Código de Conduta da IOSCO para agências de classificação de crédito estão disponíveis em:

<http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD271.pdf>

## Apêndice 1:

### Membros do Grupo de Trabalho da IOSCO sobre Due Diligence de Gerentes de Investimento

O grupo de trabalho da IOSCO é presidido por Pauline Leclere-Glorieux, Chefe do Investimento Departamento de Provedores de Serviços e Produtos da Autorité des marchés financiers francesa.

Seus membros são os seguintes:

#### a) Profissionais da indústria:

Sr. John Hollyer, chefe da equipe de gerenciamento de riscos da Vanguard, Vanguard (EUA):

Sr. Pierre-Emmanuel Julliard, Chefe da Divisão de Finanças Estruturadas da AXA Gerentes de investimento (França):

Sr. Robert Marshall. Diretor da ABS Credit Research Fixed Income, M&G Investimentos (Reino Unido):

Sra. Susan Olson, Conselheira Sênior de Assuntos Internacionais, ICI (EUA):

Dr. Wolfram Peters, diretor de controle de risco, diretor de risco da Allianz Global Investors Deutschland GmbH (Alemanha).

#### b) Membros do Comitê Técnico Permanente do Comitê de Gestão de Investimentos:

Autorité des marchés financiers, França (Pauline Leclere-Glorieux, Diane Hamilton):

BaFin, Alemanha (Johannes Blankenheim, Stephanie Kremer):

CAMISINHA. Itália (Francesco de Maria Di Rossi):

Autoridade de Serviços Financeiros, Reino Unido (Brandon Horwitz);

Comissão de Valores Mobiliários dos EUA (David Grim, Sara Crovitz).