

A AUTO-REGULAÇÃO DE FUNDOS DE INVESTIMENTO: HISTÓRICO E PERSPECTIVAS

Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais | vol. 34 | p. 181 | Out / 2006 | DTR\2006
\850

Luís Fernando Affonso

Gerente de Auto-Regulação de Fundos de Investimento/Anbid.

Área do Direito: Bancário

Sumário: - 1.Introdução ¹ - 2.O Código de 2000 - 3.O Código atual - 4.Conclusões

Resumo: O presente artigo busca explorar algumas das características do Código de Auto-Regulação de Fundos de Investimento, ressaltando aspectos de sua linha evolutiva desde seu lançamento em 2000. Será abordado o papel do Capítulo sobre marcação a mercado, bem como das modificações por ele introduzidas ao Código, bem como será demonstrado o crescimento da importância da auto-regulação. Também será objeto de análise o capítulo sobre publicidade. Ao final, serão ressaltados os demais pontos que merecem análise mais detalhada, bem como os aspectos processuais pertinentes.

Palavras-chave: Auto-regulação - Auto-regulamentação - Seguros - Anbid - Andima - CVM - Créditos - Mercados financeiros - Fundos de investimento - Código - Marcação a mercado - Publicidade.

1. Introdução ¹

A importância da auto-regulação tem sido reconhecida tanto pelos reguladores, quanto pela Iosco, ²entidade que os congrega. ³Da mesma forma, tem sido crescente sua influência no Brasil. Numa pesquisa na internet, utilizando como palavras-chave "auto-regulação" e "auto-regulamentação", encontramos iniciativas e propostas, muitas em fase de desenvolvimento, em domínios tão díspares como os mercados de crédito, seguros, ensino particular, publicidade e no setor de *call centers*.

No caso dos mercados financeiros, há mecanismos estabelecidos por determinação legal, como as Bolsas de Valores, ou por iniciativa dos próprios mercados, como os Códigos de Auto-Regulação da Anbid e da Andima. Em todos os casos é digno de nota o apoio conferido pela Comissão de Valores Mobiliários a estas formas complementares de regulação dos mercados. ⁴

Apesar de sua reconhecida importância, a literatura sobre auto-regulação dos mercados financeiros no Brasil ainda é escassa. Calado (2006) ⁵faz uma ampla resenha sobre o assunto e cita não mais que dois artigos de autores brasileiros. Na Anbid contamos ainda com pronunciamentos sobre o tema, o mais notório deles de Bacha (2000) ⁶e artigos na revista da Associação. ⁷

Dentre os temas mais comumente abordados nestes textos, merece destaque a motivação da auto-regulação, freqüentemente associada à existência de assimetrias informacionais e necessidade de coordenação nos mercados (ver Bacha, 2000). Não menos importante é a discussão sobre suas vantagens, assunto sobre o qual discorre Affonso (1999):

"A busca da eficiência regulatória é um dos principais pontos em defesa da auto-regulação. Por serem instituições criadas pelos próprios participantes dos mercados, os organismos de auto-regulação estão em melhor posição para comparar os benefícios gerados pelas normas e seus custos. O seguinte conjunto de vantagens da auto-regulação é sugerida pela literatura:

- Maior conhecimento, pelos participantes da indústria, de suas características e operações;
- Capacidade de conduzir os processos de sanções a práticas que prejudiquem o mercado de maneira menos formal e, portanto, com maior rapidez e menores custos;
- Maior habilidade de adaptar-se às mudanças estruturais dos mercados;
- Auto-regulação pode estabelecer padrões de conduta mais rígidos do que aqueles requeridos pelos órgãos governamentais;

- A internalização dos custos da regulação pelos participantes do mercado, além de não onerar os contribuintes, tende a minimizar os custos do processo regulatório;
- Na medida em que, organizações de auto-regulação não possuem mecanismos legais que garantam sua continuidade de forma mais ou menos independente das decisões adotadas (como ocorre com agências governamentais) elas tendem a tornarem-se mais ciosas das consequências dos seus atos. A boa reputação destas organizações é seu principal ativo, e estas não podem se arriscar a perdê-lo"

Há ainda referências às limitações da auto-regulação, com especial destaque para Chrysostomo (2005) ⁸ que alerta para o risco de que mecanismos de auto-regulação criem barreiras à entrada nos mercados, reduzindo a concorrência e eficiência dos mesmos.

No presente artigo adotaremos outra perspectiva, centrando nossa análise na própria atividade de criação de novas normas no âmbito dos programas de auto-regulação da Anbid, com especial ênfase no estudo das alterações do Código da Anbid para os Fundos de Investimento.

É bem sabido que houve uma forte expansão do perímetro regulado pela Associação desde 1999, quando o primeiro Código foi lançado. A Tabela abaixo resume estas mudanças:

Tabela 1: Elaboração e Revisão dos Códigos de Auto-regulação da Anbid

ANO	Novos Códigos	Novas Versões de Códigos
1999	Ofertas Públicas	---
2000	Fundos de Investimento	---
2001	---	---
2002	Certificação	Ofertas Públicas, Fundos de Investimento
2003	---	---
2004	Serviços Qualificados	Fundos de Investimento
2005	---	Ofertas Públicas, Fundos de Investimento
2006	Private Banking	Fundos de Investimento, Serviços Qualificados

Fonte: Códigos de Auto-Regulação da ANBID

Os números mostram que, no caso da auto-regulação da Anbid em geral, e em particular da auto-regulação de fundos de investimento, observou-se a eclosão de uma forte atividade de criação e incorporação de novos temas. Desde o início do processo de auto-regulação em 1999, em apenas em 2 anos (2001 e 2003) não houve qualquer alteração de Códigos ou criação de novos códigos. Há, além disso, uma nítida aceleração da atividade reformadora dos Códigos a partir de 2004.

A dinâmica dos mercados financeiros é sem dúvida um motivo para a revisão constante das normas que os regulam, este aspecto é ressaltado por Calado (2006):

"Dada a perspectiva teórica e os elementos apresentados, cabe ao menos uma advertência: o dinamismo do mercado financeiro e de capitais cria e repõe novas formas de organização e novos produtos. Isso implica na necessidade de atualizar as regulamentações constantemente, impondo regularmente novos desafios aos órgãos reguladores e auto-reguladores."

Acreditamos, porém, que no caso dos processos da auto-regulação da Anbid há também uma dinâmica própria nas alterações, que pretendemos analisar a partir do exame do Código de Auto-Regulação da Anbid para os Fundos de Investimento. Assim tomaremos o Código em dois momentos. Primeiro quando este foi instituído em 2000 e depois em sua versão atual. Por fim, extrairemos algumas conclusões e sugestões a serem aprofundadas posteriormente.

2. O Código de 2000

A primeira versão do Código de Auto-Regulação de Fundos de Investimento foi lançada em maio de 2000. O "Código de 2000" continha 10 capítulos, sendo que dois apenas tratavam de regras

substantivas especificamente aplicáveis à elaboração de prospectos (Capítulo III - Prospecto) e à divulgação de desempenho de fundos (Capítulo IV - Divulgação do Desempenho dos Fundos de Investimento), os demais capítulos tratavam de aspectos processuais, do registro de fundos, adesão ao Código, etc.

É digno de nota que o Capítulo II - Dos Princípios Gerais, continha um conjunto de regras de aplicação mais genérica que são mantidas até hoje. Mas, em termos básicos, tratava-se de um Código centrado na regulação de práticas do mercado referentes à *informação do investidor*, não havendo, tanto no capítulo III quanto no IV, qualquer regra que dissesse respeito ao produto (fundo) objeto de tal informação ou às atividades necessárias à sua constituição, funcionamento e distribuição.

A partir do Código de 2000, estabeleceu-se um conjunto de exigências que efetivamente alterou o padrão de *disclosure* da indústria de fundos. Até aquela data não havia para os fundos, exceção feita aos fundos de ações então regulados pela CVM, exigência de prospectos.

Além disso, as características básicas do prospecto estabelecidas pelo Código, continuam válidas até hoje. Resumidamente, os arts. 8.º e 9.º, que formam o núcleo do capítulo III, estabelecem a necessidade de:

- 1) Avisos na capa que alertem para o risco de se investir em fundos. Os avisos devem especificar ainda se o fundo utiliza-se de derivativos de forma a amplificar seu risco;
- 2) Uma descrição do mandato dentro do qual deve agir o gestor do fundo através de três itens (política e investimento, objetivo do fundo e público-alvo);
- 3) Uma descrição dos riscos a que o fundo está sujeito, com foco nos riscos de mercado, crédito, liquidez e derivativos;
- 4) Demais características do fundo, tais como, taxa de administração, tributação e mínimos para aplicação/movimentação.

A análise de prospectos tem concentrado a maior parte dos esforços da auto-regulação de fundos. De 2000 até hoje, foram realizadas 7.980 análises para um total de 2.425 prospectos, conforme detalhado na Tabela 2:

Os números mostram que das quase 8.000 análises realizadas em todo o período, 5.147 resultam em solicitações de alteração. Ou seja, 64% dos prospectos submetidos à Anbid não são aprovados e originam "cartas de recomendação" por parte da Associação. O índice explica também porque o número de análises é bem superior ao de registros (alguns documentos são analisados mais de uma vez até sua aprovação).

Os dados não permitem uma visão precisa da evolução qualitativa da indústria. Levantamento realizado para o III Congresso de Fundos da Anbid, porém, mostrou que as insuficiências em prospectos, antes concentradas em aspectos relativos à política de investimento, objetivo ou a riscos, migraram para outros aspectos menos fundamentais do ponto de vista da caracterização do mandato do fundo.

Figura 1: Percentual de erros nos prospectos de Fundos de Investimentos

A evolução dos prospectos se reflete também no acúmulo de critérios de análise. As análises de prospectos são centradas na produção, pela área técnica da Anbid, de um relatório para cada documento analisado. Os relatórios são elaborados com base em critérios, validados por uma Comissão, formada por membros do próprio mercado, a Comissão de Acompanhamento de Fundos de Investimento, a partir de análises passadas. Sempre que surgem questões novas ou questionamentos por parte das instituições dos critérios adotados, estes são levados à Comissão.

Caso haja indício de descumprimento de regras do Código, o relatório é levado ao Conselho de Auto-Regulação de Fundos de Investimento, que pode instaurar um processo, para levantar os fatos e atos relacionados. Por fim, o processo pode resultar num termo de compromisso, quando a Instituição Participante da auto-regulação, deliberadamente, propõe o término do processo, ou ainda pode ocorrer um julgamento, sendo a instituição absolvida ou penalizada por multas,

advertências ou mesmo o desligamento da Anbid.

Organismo	Composição
Área Técnica	Profissionais com vínculo empregatício à Anbid
Comissão de Acompanhamento	Profissionais representando pessoa física
Conselho de Auto-Regulação	Profissionais representando pessoa física indicados pela Diretoria da Anbid (minoria) e por entidades de mercado

Fonte: Anbid (2005)

Os profissionais que compõem os Conselhos e Comissões de Acompanhamento não recebem nenhuma remuneração para o exercício de suas funções. Obtêm um mandato de 2 anos, o que garante que podem expressar suas opiniões enquanto especialistas do mercado.

Para garantir que as reuniões dos Conselhos serão isentas de decisões vinculadas à entidade à qual o membro está vinculado, fica facultado a qualquer membro do Conselho ou instituição participante requerer impedimento de qualquer um dos membros. Além disso, profissionais indicados pela Anbid são minoria nos Conselhos de Auto-Regulação, como visto na tabela 12.

Código de Auto-Regulação	Número de membros indicados pela Anbid	Número de membros indicados por outras entidades
Ofertas Públicas	6	8
Indústria de Fundos	8	12
Programa de Certificação Continuada	4	10
Custódia Qualificada	6	8

Fonte: Anbid (2006)

Desde o início do processo de auto-regulação foram acumulados cerca de 60 critérios de análise, divulgados no Guia Anbid para a Elaboração de Prospectos. Alguns critérios são relativamente simples e derivados diretamente do Código, outros, representam interpretações relevantes das regras. Por exemplo, o segundo critério de análise de política de investimento que trata da "ausência de alguma das informações obrigatórias ou ausência de informações que caracterizem a aderência ao tipo Anbid", detalha as informações necessárias a uma política de investimento, ressaltando sua relação com a classificação dos fundos, segundo a base de dados:

"As informações que devem constar na política de investimento são as suficientes para caracterizar corretamente o fundo dentro do tipo (classificação na base de dados da Anbid) ao qual ele pertence e podem ser divididas em dois grupos: 1) Informações referentes à política de alocação do fundo. O prospecto deve: (a) Caracterizar os mercados a que este está exposto. (b) Caracterizar as faixas de alocação de ativos. (c) Caracterizar a política com a utilização de derivativos - deve-se sempre citar o objetivo da utilização de derivativos a não ser que a aquisição destes seja explicitamente vedada no prospecto. (d) Caracterizar os limites de alavancagem, se houver. (e) Caracterizar os limites de concentração, obrigatoriamente se estes forem diferentes dos mínimos definidos nas normas. 2) Informações referentes à política de seleção dos ativos. O prospecto deve: (a) Caracterizar como se dá a escolha, dentro de uma classe de ativos, daqueles que são adquiridos pelo fundo. Deve-se citar, por exemplo, para fundos de renda fixa, como é feita a seleção dos papéis. Em fundos de renda variável, como é feita a seleção das ações (análise técnica x fundamentalista, por exemplo). O grau de exigência sobre cada um destes itens pode variar de acordo com as estratégias adotadas pelo fundo. Fundos passivos em relação a um índice, por exemplo, podem não possuir uma política relevante de seleção dos ativos, comprando automaticamente os ativos que compõem o índice" . (Guia Anbid)

No que se refere à publicidade de fundos, houve avanços igualmente importantes. Desde 2000, foram feitas 185 análises de peças publicitárias, conforme consta na Tabela 5:

Ano	Análise de Publicidade
2000	23
2001	12
2002	22
2003	14
2004	10
2005	71
30/6/2006	33
Total	185

Fonte: Apresentações do III Congresso Anbid de Fundos de Investimento. Dados atualizados pela área técnica da associação em 17.07.2006.

O Capítulo então vigente de publicidade, centrava-se em 5 aspectos, quais sejam:

- i. avisos obrigatórios alertando para o fato de que o investimento em fundos possui riscos e recomendando a leitura do prospecto, antes da decisão de investimento;
- ii. divulgação de rentabilidade em períodos mínimos;
- iii. comparação com parâmetros de desempenho - regras para a comparação entre fundos e "benchmarks";
- iv. comparação com outros fundos - regras para a comparação entre fundos de instituições diferentes e para a elaboração de rankings ou utilização de rankings públicos e;
- v. regras quanto à perda do histórico de rentabilidade - possibilidade de perda do histórico de performance do fundo em certas circunstâncias (p. ex. quando há mudança de características importantes da política de investimento de um fundo).

Não havia, porém, uma definição explícita de "publicidade" o que, de certa forma, dirigiu a atividade de monitoramento de seu cumprimento apenas ao exame de anúncios em jornais, revistas e, eventualmente, televisão. ⁹Não havia também menção à publicidade de instituições administradoras, gestoras ou distribuidoras de fundos (publicidade institucional) e à divulgação de outras informações sobre fundos como taxas de administração, captação líquida e patrimônio líquido, não eram explicitamente reguladas.

As lacunas do Capítulo de Publicidade do Código de 2000 estiveram entre os assuntos dominantes da agenda da auto-regulação recentemente, levando à reforma desse capítulo.

3. O Código atual

Se tomarmos o conjunto de alterações do Código de Fundos de Investimento, observaremos a inclusão dos seguintes pontos:

- (i) o capítulo de marcação a mercado (2002)
- (ii) possibilidade de cobrança de multa por falha objetiva (2004)
- (iii) possibilidade de adoção de termo de compromisso (2004)
- (iv) Regras para o cancelamento da adesão ao Código (2004)
- (v) Novo capítulo de Publicidade de Fundos (2005)
- (vi) Novo capítulo de Distribuição de Fundos (2005)
- (vii) Introdução da auto-regulação da base de dados (2006)
- (viii) Novo capítulo de Gestão de Fundos de Investimento (2006)

Dentre estas novas regras, aquelas que tratam de questões mais propriamente substantivas (marcação a mercado, publicidade de fundos, distribuição de fundos, auto-regulação da base de dados, distribuição de fundos de investimentos e gestão de fundos de investimentos), podem ser analisadas sobre dois prismas diferentes.

Por representarem *novos temas* ou áreas de atuação da auto-regulação, sua inclusão reflete a adequação das regras a alguma necessidade identificada pela própria Associação. Além disso, freqüentemente, tais temas são tratados de forma inovadora, refletindo uma evolução na abordagem do Código.

Talvez o melhor exemplo de tema relevante e tratado de forma inovadora pelo Código seja a marcação a mercado, questão que abordaremos de forma mais detida.

Desde 1995, com a edição da Circular 2.616 pelo Banco Central, a marcação a mercado tornou-se obrigatória para títulos e valores mobiliários de renda fixa. A medida, proposta pela própria indústria de fundos, buscava substituir a prática anterior de se precificar diariamente papéis (em especial os de renda fixa), ignorando-se as variações de mercado nas taxas de juros, ou os *spreads* sobre as mesmas (a chamada apropriação "na curva" das taxas de juros da emissão).

Entretanto, como o próprio nome indica, na "marcação a mercado" *strictu sensu* pressupõe-se a existência de um mercado em que as novas taxas, ou preços dos papéis, possam ser obtidos. Isto nem sempre é possível em situações de baixa liquidez, como ocorre com freqüência no Brasil.¹⁰

Na ausência de preços oriundos de mercados regulares e líquidos, a precificação só pode basear-se em estimativas das instituições participantes - estimativas estas que contém um certo grau de discricionariedade (ou ao menos geram a aparência de contê-la). A eventual discricionariedade, por seu turno, pode afetar a *performance* do fundo. Critérios mais conservadores de precificação, por exemplo, tendem a sub-valorizar os ativos, afetando negativamente a performance reportada pelo fundo. O contrário ocorre se critérios menos conservadores são utilizados.

Na solução deste problema, o Código adotou uma abordagem inovadora calcada não apenas em normas específicas sobre o que cada instituição deve ou não fazer, mas também em princípios mais gerais, que podem ser implementados por cada participante da auto-regulação da forma mais adequada à sua realidade.

Princípios são regras de cunho genérico, que não ditam cursos de ação que devam obrigatoriamente ser seguidos ou rejeitados. Uma regulação baseada princípios apresenta algumas características próprias.

Em primeiro lugar, as instituições ganham uma maior liberdade e flexibilidade. Num exemplo, as Diretrizes de MaM estabelecem o princípio do formalismo, segundo o qual: "A instituição administradora deve ter um processo formalizado de MaM. Para tal, a metodologia deve ser formalizada em manual e a instituição deve ter uma área ou pessoa responsável pela qualidade do processo e metodologia". Evidentemente existem diversos arranjos institucionais que cumprem este princípio e, portanto, uma flexibilidade significativa capaz de acomodar diversos contextos e culturas organizacionais.

Por outro lado, há maior incerteza quanto ao que se deve fazer para que efetivamente a regra seja cumprida. Não existe um *safe harbor* legal, ou curso de ação cuja aprovação esteja garantida. O foco encontra-se, portanto, nos processos e não apenas nos resultados. No conjunto de circunstâncias a serem consideradas para a caracterização da aderência de cada instituição aos objetivos da marcação a mercado e não na análise específica de uma situação.

Finalmente, esta maior flexibilidade requer uma atividade constante de avaliação de cada caso concreto em que são formulados os critérios de análise a serem adotados em casos futuros até que, eventualmente, se mostrem defasados. No caso da auto-regulação da Anbid, a contribuição dos organismos torna-se importante para a busca maior eficiência neste processo. Trata-se assim de se estabelecer um padrão de eficiência regulatória típico de entidades de auto-regulação, tal como ressalta a Iosco:

"(...) A product of the experience and expertise of self-regulatory bodies is their ability to modify their rules in response to changes taking place in the industry more readily than government agencies. In many jurisdictions, the more rigid requirements typically imposed on the rulemaking process of statutory regulators does not allow the statutory regulators to react as quickly to changes taking place in the financial services industry. The benefit of prompt and flexible SRO rulemaking may be lost if the SRO is required to follow rigid agency review and approval processes". (Iosco, 2000).

As regras de caráter mais genérico na verdade não se restringem ao capítulo de marcação a mercado. Sua origem encontra-se no art. 6.º do Código que trata dos Princípios Gerais e estabelece o compromisso com:

- (i) a transparência e o cumprimento do mandato sob o qual o fundo deve ser gerido (art. 6.º, I);
- (ii) a noção de prudência e diligência (art. 6.º, II);
- (iii) a noção de dever fiduciário do gestor de recursos de terceiros (art. 6.º, II);
- (iv) o compromisso em se evitar práticas que possam vir a prejudicar a indústria de fundos.

É clara a inspiração destas regras, principalmente no caso dos incisos II e III, nas noções de *fiduciary duty* e na *prudent man rule*, talvez os mais influentes "princípios" da indústria de administração de recursos de terceiros.¹¹

Devemos destacar também o papel do Capítulo de marcação a mercado na evolução do Código em outro ponto. Como vimos, o Código de 2000 centrava-se na regulação da informação do investidor, não possuindo regras atinentes às atividades relacionadas à administração de fundos de investimento. Desde o Capítulo de Marcação, no entanto, uma atividade específica - precificação - passou a ser regulada. Assim passaram a ser analisadas mensalmente carteiras de fundos de investimento, com o objetivo de se verificar a consistência entre sua marcação e as regras do Código e práticas prescritas pelos Manuais de marcação a mercado das Instituições.

Importante também é o papel das regras gerais no capítulo que trata de publicidade. As diretrizes de publicidade abrangem princípios tais como o da objetividade, consistência, transparência e clareza.

É impossível aqui não traçar um paralelo com o Código do Conar. O Conselho Nacional de Auto-Regulamentação Publicitária surgiu no final dos anos 70, como alternativa a uma proposta de fiscalização federal de peças publicitárias, tornando-se logo uma das mais bem sucedidas experiências de auto-regulação no Brasil. Assim como no caso das regras de publicidade da Anbid, o Código do Conar se baseia em princípios, tais como os da "Respeitabilidade; Decência; Honestidade e Apresentação Verdadeira".

Além dos princípios, o novo capítulo de publicidade busca resolver as deficiências anteriormente apontadas e traçar uma série de regras mais estritas, que atingem diversas formas de divulgação dos fundos, tais como anúncios, relatórios técnicos, lâminas de venda, etc. O Capítulo ainda se encontra em fase de implantação, tendo sido realizadas até o momento 171 análises em caráter experimental.

4. Conclusões

No presente artigo buscamos explorar algumas das características do Código de Auto-Regulação de Fundos de Investimento, ressaltando aspectos de sua linha evolutiva desde seu lançamento em 2000.

Especial ênfase foi dada ao papel do Capítulo sobre marcação a mercado, à medida que este apresenta duas importantes mudanças ênfase do Código. Primeiro, trata-se de um novo tema, que rompe com o padrão anterior de regulação apenas com o objetivo de garantia da informação ao investidor.

A partir do Capítulo sobre Marcação, ganhou importância crescente no Código a auto-regulação de atividades relacionadas à administração de fundos de investimento, como atestam a recente inclusão dos Capítulos de Distribuição e Gestão de Fundos de Investimento.

Além disso, o tratamento da marcação a mercado a partir de regras gerais (ou princípios), representa uma importante mudança de ênfase na abordagem que, como vimos, foi utilizada também na reforma do Capítulo de Publicidade. Esta forma de regulação apresenta vantagens quando o custo de construção de uma regra específica é alto. - ver Kaplow (1999)¹² - o que tende a ser o caso nos mercados de capitais dados seu dinamismo e complexidade.

Outros pontos que não foram tratados aqui representam, sem dúvida, importantes mudanças no Código sobre os quais caberia uma análise detalhada. Este é o caso, por exemplo, da adoção das

multas por falhas objetivas a partir de 2005 e a recente criação de regras sobre a base de dados da Anbid. Aspectos processuais, como a criação de um Capítulo que regulamenta a adoção de Termos de Compromisso, também devem compor uma agenda que análises que dê conta da complexidade atingida pelo Código, à medida que o processo de auto-regulação de fundos se aprofunda.

1 O autor agradece, eximindo de responsabilidades sobre eventuais erros ou omissões, as sugestões e comentários de Luiz Roberto Calado, Ana Leoni e Luiz Henrique Carvalho, além dos dados levantados pela Área Técnica de Auto-Regulação de Fundos (Luiz Henrique Carvalho, Gustavo Barros, Guilherme Benaderet e Vitor Romano).

2 Iosco - International Organization of Securities Commission, em Português: OICV - Organização Internacional das Comissões de Valores.

3 A Iosco mantém um Comitê Consultivo de Auto-Regulação que congrega 61 entidades do mundo inteiro. A importância do "uso apropriado" da auto-regulação é ressaltada em diversos documentos da entidade como em Iosco (1998), *Objectives and Principles of Securities Regulation*, <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>.

4 O caráter complementar, ou de regulação adicional à existente é clara no próprio Código de Fundos, como fica claro no parágrafo único do art. 2.º "O Código de Auto-Regulação não se sobrepõe à legislação e regulamentação vigentes, ainda que venham a ser editadas normas, após o início de sua vigência, que sejam contrárias às disposições ora trazidas. Caso haja contradição entre regras estabelecidas no Código de Auto-Regulação e normas legais ou regulamentares, a respectiva disposição do Código de Auto-Regulação deverá ser desconsiderada, sem prejuízo das demais regras neste contidas."

5 Calado, Luiz Roberto (2006). *Auto-regulação das Instituições Financeiras: a experiência da Anbid*. Dissertação (mestrado) Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Atuária da PUC.

6 Bacha, Edmar (2000). Regulação e auto-regulação dos mercados financeiros. Palestra proferida no Seminário *Reforma do Sistema Financeiro Nacional - Regulamentação do art. 192, da CF/1988 (LGL 1988\3)*. Mimeo.

7 Ver Affonso, Luís Fernando (1999). *Auto-regulação dos mercados financeiros - fundamentos e aplicações*.

8 Chrysostomo, Luiz. Auto-regulação e o mercado de capitais. In: Bacha, E. e Chrysostomo, L. *Mercado de capitais e crescimento econômico. Lições internacionais, desafios brasileiros*. São Paulo: Contracapa, 2005.

9 O fluxo de análise de material publicitário, tal como descrito no III Congresso Anbid de Fundos de investimento, inicia-se com o *clipping* de anúncios de fundos.

10 Esta não é uma situação exclusiva do Brasil. Mesmo em mercados altamente desenvolvidos como o norte-americano há constantemente a necessidade de se estimar o valor de ativos cujos preços de mercado não estejam disponíveis.

11 Para uma análise do significado e evolução destes conceitos ver Harvard Business School (1999).

12 Kaplow, Louis (1999). *General characteristics of rules*.