



NOTA EXPLICATIVA CVM Nº18/80.

Ref.: Instrução CVM nº 12, de 04 de setembro de 1980, que define os tipos de ordem de compra e venda de valores mobiliários em bolsas de valores e estabelece normas e procedimentos a serem observadas pelas sociedades corretoras e seus clientes na sua execução.

I. ORIGENS E OBJETIVOS

Em diversas ocasiões durante seus contatos com os participantes do Mercado de Valores Mobiliários, a CVM teve ocasião de verificar que, embora semelhantes, os procedimentos adotados pelos diferentes intermediários para a recepção, registro e execução das ordens de compra e venda diferem entre si em muitos detalhes. Observou-se que nenhuma regulamentação existente define com precisão os diversos tipos de ordens e a maneira adequada de executá-las, o que ocasiona frequentemente diferenças de interpretação entre corretoras. Por exemplo, uma ordem rotulada como “a mercado” tanto pode ser entendida como uma ordem para execução imediata, quanto como uma ordem que faculta ao operador a escolha do melhor momento e preço para a sua efetivação. Estas diferenças são ainda mais marcantes entre as várias Bolsas, e devidas à terminologia empregada em cada uma delas. Somente uma clara definição de cada tipo de ordem e sua interpretação pode levar a uma uniformidade que evite mal-entendidos entre clientes e corretoras, e foi esse o primeiro objetivo do projeto que gerou a Instrução em epígrafe.

A fase inicial desse projeto incluiu uma série de reuniões com participantes do Mercado de Valores Mobiliários, cujo objetivo era o de identificar as modalidades de ordem efetivamente praticadas no mercado brasileiro. Tais reuniões permitiram observar que, além da questão de interpretação das ordens, existiam também no relacionamento corretora/cliente alguns outros problemas que mereceriam uma nova regulamentação. Tratava-se de questões já normatizadas pela Resolução CMN nº 39, de 20.10.66, mas cuja regulamentação era incompleta ou tinha-se tornado inadequada com a evolução do mercado, e referiam-se principalmente ao cadastramento de clientes, ao registro das ordens e às prioridades a serem respeitadas na respectiva execução. Decidiu-se, portanto, estudar as modificações necessárias e incluí-las na mesma Instrução que viria a tratar dos tipos de ordens.

A primeira minuta da Instrução CVM nº 12 foi submetida à audiência pública em outubro de 1979, e a versão que agora se publica inclui muitas das modificações sugeridas.

II. AS FICHAS CADASTRAIS E O CONHECIMENTO DOS CLIENTES

(Arts. 1º a 4º)

Um dos objetivos da ficha cadastral é o de identificar o cliente. Entende a CVM que para tanto são necessárias algumas informações mínimas fixadas na Instrução em pauta. Levando em conta que nem todos os clientes operam com a mesma frequência e que muitos clientes cadastrados passam diversos anos



sem emitir uma única ordem, a Instrução CVM nº 12 não define a periodicidade para a atualização das fichas dos cadastros, mas determina que somente poderão ser executadas as ordens de clientes cujas fichas estejam atualizadas. Isso permite que o intermediário atualize a ficha no momento em que isso é mais fácil, ou seja, quando o cliente deseja realizar um negócio no mercado.

Entende a CVM, no entanto, que o principal objetivo da ficha cadastral deva ser o de contribuir para que o intermediário possa efetivamente conhecer o seu cliente. Conforme rezam os Fundamentos e Princípios de Regulação do Mercado de Valores Mobiliários, aprovados pelo Conselho Monetário Nacional, através do Voto CMN nº 426/78:

"O intermediário tem o dever de conhecer seu cliente, sua capacidade financeira e seus objetivos de investimento, fazendo recomendações que sejam compatíveis com seus interesses e necessidades".

Para tanto, é preciso que a corretora realize todos os esforços necessários para ter conhecimento das principais características de seus clientes. A ficha cadastral estabelecida por esta Instrução é um elemento necessário, porém não suficiente para a obtenção desse conhecimento, já que tal ficha não exige certas informações que se revelam essenciais para que os intermediários possam conhecer seus clientes.

Entende a CVM que, para poder avaliar tais características, deva o intermediário manter um contato pessoal com o seu cliente. A orientação do intermediário, para ser tecnicamente aceitável, pressupõe que o profissional que presta tal serviço conheça não somente o mercado e as empresas, como também, seus clientes e respectivos objetivos de investimento.

No entanto, optou a CVM por, uma vez estabelecido o princípio de que a corretora é responsável por conhecer o seu cliente, deixar a critério dos órgãos auto-reguladores e dos próprios intermediários a determinação da melhor maneira de fazê-lo.

Assim, a Instrução CVM nº 12 determina que "as sociedades corretoras deverão envidar os melhores esforços para conhecer o cliente e suas características". E, para que possam atender a esta exigência, faculta-se às sociedades corretoras solicitar de seus clientes, além do mínimo estabelecido na Instrução, quaisquer outras informações que julgarem necessárias.

Convém notar que as exigências quanto à manutenção de fichas cadastrais completas e atualizadas e quanto ao perfeito conhecimento dos clientes não se aplicam somente às sociedades corretoras, mas a todo e qualquer intermediário que receba de seus clientes ordens de negociação de valores mobiliários. Isto significa que, quando uma distribuidora, por exemplo, recebe de seus clientes ordem para negociar valores mobiliários por conta dos mesmos, está obrigada a manter um cadastro atualizado idêntico ao que se exige das sociedades corretoras. Se a ordem for repassada, não é necessário que a distribuidora forneça à corretora que a executa as informações cadastrais - salvo a indicação de que se trata de cliente profissional de mercado, quando for o caso. Entretanto, em qualquer caso, o intermediário que recebe a ordem diretamente do cliente somente poderá providenciar a respectiva execução se dispuser de ficha cadastral completa e atualizada do comitente.



Além de maiores informações nas fichas cadastrais das pessoas jurídicas, uma exigência nova e bastante importante é a do contrato de administração, quando a carteira do cliente for administrada por terceiros. São comuns em nosso mercado os casos de administração de carteiras mediante acordo tácito, sem mandato formal. Além de poder originar muitos mal-entendidos, isto expõe as sociedades corretoras ao risco de não terem como documentar a procedência de sua atuação, quando executam ordens emitidas por esses administradores "oficiosos".

III. A DETERMINAÇÃO DAS CONDIÇÕES EM QUE DEVEM SER EXECUTADAS AS ORDENS DE COMPRA OU VENDA DE VALORES MOBILIÁRIOS

Nenhuma regulamentação anterior define com precisão o conceito de ordem de compra ou venda de valores mobiliários, que se encontra no art. 5º da Instrução CVM nº 12. É importante frisar que, de acordo com a definição aí adotada, faz parte integrante da ordem a determinação das condições em que deverá ser executada, i.e., do seu tipo.

Os tipos de ordem e a descrição da maneira de interpretá-los e executá-los constituem a matéria de que trata o art. 6º. O resultado da audiência pública indicou que o número de modalidades de ordem previsto na primeira minuta era realmente excessivo para uma norma que atingirá a todas as sociedades corretoras, independentemente de seu porte e das praças em que operam. Nesta redação final, conservamos apenas os tipos de ordem comprovadamente mais utilizados em nosso mercado, incluindo, porém, um grupo de ordens especiais, que poderão ser definidas e regulamentadas pelas bolsas que julgarem conveniente introduzir em seus pregões a prática de modalidades de ordens mais sofisticadas.

Dentre os tipos de ordem definidos na Instrução em pauta, cabe ressaltar especialmente as ordens "LIVRES" e "IMEDIATAS", e as diferenças que entre elas existem. As ordens, que agora passam a ser denominadas "LIVRES", diferem essencialmente daquelas conceituadas como "ORDENS IMEDIATAS". Uma "ORDEM LIVRE" confere ao seu executante um enorme poder discricionário e, conseqüentemente, uma grande responsabilidade fiduciária perante o comitente, no que se refere às condições em que foi efetivada (preço/momento de execução). Já a "ORDEM IMEDIATA" não confere ao operador nenhum poder discricionário, devendo ser executada o mais rapidamente possível, a partir do momento em que for recebida no recinto do pregão. É preciso acentuar que se parte do princípio de que para quem dá a ordem "IMEDIATA", a variável mais importante é a rapidez na execução. Uma ordem "IMEDIATA" deve poder ser executada sempre, pois a algum preço será sempre possível encontrar comprador ou vendedor no mercado. As sociedades corretoras deverão esclarecer bem este ponto a seus comitentes que emitirem ordens "IMEDIATAS", porque, devido às peculiaridades de nosso mercado e às oscilações bruscas nos preços, tais ordens poderão ser executadas a preços muito diferentes daqueles sobre os quais o cliente tem informação, e em função dos quais poderá ter tomado a decisão de comprar ou vender.

São também definidas no art. 6º as ordens "LIMITADAS" e "CASADAS", largamente conhecidas e utilizadas em nosso mercado. Quanto às ordens "CASADAS", que correspondem a uma troca das posições detidas em um valor mobiliário por posição em outro, e envolvem uma compra e uma venda, não se determina na definição qual a operação que deverá ser executada em primeiro lugar; isso poderá ser determinado pelo cliente, ou ficar a critério do operador.



A determinação das condições em que uma ordem deve ser executada envolve, além do respectivo tipo, a definição de seu prazo de validade. A classificação das ordens segundo esse prazo, que se encontra no art. 7º, explica-se por si mesma. Convém, entretanto, assinalar que:

(a) conforme a definição adotada, uma ordem "para o dia" não precisará necessariamente ser executada na mesma data em que for emitida, podendo o comitente determinar um dia específico para o qual será válida;

(b) as ordens "por prazo determinado" poderão ser válidas por diversos dias, ou também por períodos inferiores ao da duração de um pregão.

Finalmente, observamos que, conforme o art. 8º, uma ordem somente poderá ser cancelada pela mesma pessoa que a emitiu, ou por outra por ela especialmente autorizada. Esta providência objetiva evitar que surjam mal-entendidos, principalmente em casos de clientes pessoa jurídica ou de carteiras administradas.

IV. PROCEDIMENTOS PARA A RECEPÇÃO E O REGISTRO DAS ORDENS (Art . 9º e 10º)

O Art. 9º que regulamenta as informações mínimas que deverão constar do formulário de registro das ordens, apresenta algumas inovações em relação ao que já era exigido pela Resolução CMN nº 39. Quase todas essas inovações objetivam facilitar o cumprimento das normas quanto à execução e distribuição das ordens. As principais são as seguintes:

a) identificação do tipo de ordem;

b) identificação (por nome ou código) da pessoa que efetivamente transmitiu a ordem, nos casos de clientes pessoa jurídica ou de carteiras administradas;

c) a indicação de que o cliente é profissional do mercado, quando for o caso, mesmo quando se tratar de ordem repassada.

Faculta-se também às sociedades corretoras exigirem, a seu exclusivo critério, que determinadas ordens sejam dadas por escrito e assinadas pelo cliente; com isso, as sociedades corretoras disporão de um mecanismo de proteção, que poderão utilizar quando julgarem necessário.

V. PROCEDIMENTOS PARA A EXECUÇÃO E A DISTRIBUIÇÃO DAS ORDENS; REGRAS DE PRIORIDADE (Arts. 11º, 12º e 13º)

A regra de prioridade para execução de ordens, determinada pela 1ª Resolução CMN nº 39, foi se tornando operacionalmente inadequada, ao longo dos anos, devido à evolução dos negócios e das práticas do Mercado de Valores Mobiliários. De fato, ocorrem com certa frequência em nosso mercado determinadas situações em que não se recomenda a execução das ordens pela seriação cronológica do



recebimento das mesmas, como determina aquela Resolução. Sendo assim, as sociedades corretoras, muitas vezes agindo no melhor interesse de seus clientes e do mercado, são levadas a desrespeitar aquela norma, expondo-se às sanções legais. Tais inconvenientes somente podem ser eliminados pelo estabelecimento de novas regras de preferência no atendimento de ordens, mais compatíveis com a realidade do nosso mercado.

As características desse mercado, por outro lado, são tais que tornam inadequado falar-se em regras de prioridade para a execução de ordens, sendo mais realista a determinação de regras para a distribuição dos negócios realizados para o atendimento das ordens recebidas. De fato, em nosso mercado não existe uma correspondência entre o número de ordens recebidas e atendidas e o número de negócios realizados: uma única transação em pregão pode se destinar ao atendimento de mais de uma ordem, assim como diversos negócios podem ser efetivados para o atendimento de uma única ordem. A distribuição das compras e vendas para atender a cada ordem é feita em geral "a posteriori", e não no momento da execução.

Além disso, é preciso reconhecer que, havendo ordens de tipos diferentes, é o profissional, acompanhando o pregão, quem tem melhores condições para determinar o melhor momento para a execução da ordem de seu cliente - desde que, naturalmente, não se trate de ordem imediata. Assim, se desejássemos determinar regras precisas para o estabelecimento de prioridade na execução, teríamos de definir uma regra para cada combinação "tipo de ordem/situação de mercado", o que seria, de fato, muito pouco prático.

Sendo assim, a Instrução CVM nº 12 vem modificar o enfoque da Resolução CMN nº 39, no que diz respeito ao estabelecimento de prioridade, transferindo-o da prioridade na execução para a preferência na distribuição dos negócios. Cabe, entretanto, observar que, embora se faça a distribuição "a posteriori", somente as ordens já recebidas e passíveis de execução no momento da efetivação de um negócio poderão concorrer à respectiva distribuição.

As regras de preferência para a distribuição dos negócios realizados no atendimento das ordens foram estabelecidas com base nos seguintes princípios:

1. os clientes profissionais do mercado, tais como definidos no art. 11, ou seja, todas as pessoas físicas e jurídicas, que atuam direta ou indiretamente na intermediação e na regulação de valores mobiliários, são detentores de conhecimentos que lhes proporcionam uma vantagem significativa sobre os demais investidores; sendo assim, em igualdade das demais condições, as sociedades corretoras deverão sempre dar preferência ao atendimento do interesse de seus clientes não profissionais de mercado.

2. quando um comitente dá uma ordem imediata pressupõe-se que isso implica em que a variável mais importante para ele, na realização do negócio, seja a rapidez na execução; assim, as ordens imediatas devem ser atendidas antes de todas as demais, e considera-se melhor atendido em seu interesse o cliente se à sua ordem for atribuído o primeiro negócio realizado.

3. nas ordens dos demais tipos, considera-se que o preço é a variável mais importante para o comitente; assim, a sociedade corretora poderá distribuir, segundo critérios por ela estabelecidos, seus



CVM *Comissão de Valores Mobiliários*

NOTA EXPLICATIVA CVM Nº18/80.

negócios para o atendimento daquelas ordens que já tiverem sido recebidas no momento de sua realização, desde que, em igualdade das demais condições, atribua os negócios de melhor preço ao atendimento dos clientes não profissionais de mercado.

Esses critérios adicionais de prioridade, que deverão ser claramente estabelecidos pela sociedade corretora, visam basicamente ao delineamento de uma possível especialização num determinado segmento do mercado. Cabe ainda à sociedade corretora divulgar a seus clientes a maneira pela qual serão atendidas as várias ordens.

As regras de preferência assim determinadas pretendem dotar as sociedades corretoras de uma certa liberdade de ação na distribuição dos negócios realizados por ordem de seus clientes, exigindo-se apenas que seja dado um tratamento privilegiado aos não profissionais de mercado.

Rio de Janeiro, 04 de setembro de 1980.

Original assinado por
JORGE HILÁRIO GOUVÊA VIEIRA
Presidente