

São Paulo, 12 de outubro de 2019.

Exmo. Sr.

**Antônio Carlos Berwanger**

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado - SDM**

**Comissão de Valores Mobiliários - CVM**

[audpublicaSDM0519@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0519@cvm.gov.br)

Rua Sete de Setembro, 111 – 23º andar

Rio de Janeiro - RJ

20050-901

**Ref.: Audiência Pública SDM Nº 05/19 (“AP SDM 05/19”)**

**Objeto: Minuta de Instrução que dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório)**

Exmo. Sr. Superintendente,

Primeiramente, a *CFA Society Brazil* (“CFA Society”) aproveita a ocasião para parabenizar esta D. CVM pela iniciativa de propor o debate dessa importante questão, relativa à criação de ambientes regulatórios experimentais (*sandboxes*).

Com efeito, o surgimento de novos modelos de negócio nos mais variados ambientes, em linha com os impressionantes avanços tecnológicos observados nas últimas décadas, suscitam a necessidade de acompanhamento próximo por parte dos reguladores, sob risco não apenas da perda de sintonia com a realidade dos mercados, mas também - o que é mais grave – de possíveis falhas no cumprimento de seus mandatos legais, sobretudo no que diz respeito à eficiência da regulação e à tutela dos interesses dos investidores. Nesse sentido, portanto, a iniciativa é muito bem-vinda e altamente salutar, pelo que aproveitamos o ensejo para novamente congratular V.Sas.

O debate em questão é absolutamente oportuno, dado que a tecnologia mudou por completo a forma de acesso aos diversos mercados: por exemplo, hoje em dia não somente é possível, como também vem se revelando *uma tendência dominante*, a operação das mais variadas classes de ativos mediante simples aparelhos de telefonia celular - o investidor tem a faculdade de literalmente “carregar o mercado no bolso” vinte e quatro horas por dia, acesso diário a doses massivas de informação com um mero deslizar de dedos em telas sensíveis ao toque, bem como a possibilidade de atuação simultânea em diversas jurisdições num único dia (e tudo isto sem nem mesmo precisar sair do conforto de sua casa).

Por outro lado, a inovação não vem a público apenas sob a roupagem do ineditismo: as atuais tecnologias podem igualmente suscitar novas e/ou diferentes formas de se fazer *o que já existe* - assim, não é difícil imaginar um contexto em que as autoridades possam se ver às voltas com situações que lhes pareçam completamente desconhecidas, e pior, podendo deixar o público (quase que) à própria sorte, seja pela ausência de uma disciplina adequada e oportuna, seja pela falta de testes dos modelos “nas trincheiras”: *disruptivo* parece ser a palavra em voga – e é perfeitamente legítimo que os participantes do mercado (ou mesmo os aspirantes a tal) procurem se destacar entre seus pares, pela novidade de seus modelos: só não seria justo – e nem muito menos desejável - que isto se desse às expensas do investidor ou de sua segurança.

Por conta disso, os reguladores ao redor do mundo chegaram à conclusão de que seria conveniente “legalizar” tais novos modelos (com o nada desprezível bônus de poderem com eles aprender e ter contato num ambiente controlado, para depois decidirem, após testes no mundo prático, pela sua implementação definitiva - e consequente acessibilidade pelo público em geral - ou não).

Com efeito, a evidência empírica parece apontar no sentido da conveniência da prática dos *sandboxes*: por exemplo, especificamente no caso da *Financial Conduct Authority* - FCA, no Reino Unido, seus participantes têm se declarado bastante satisfeitos, seja pela orientação dada durante os *cohorts*, seja pelo exame minucioso, em contextos reais, dos riscos relativos aos diversos modelos de negócio apresentados. Em geral, os participantes declararam que a sua aprovação nos processos de *sandbox*, e a possibilidade de testarem suas ideias em contextos efetivos de mercado, aumentaram a sua credibilidade tanto junto a potenciais investidores quanto aos seus próprios clientes.<sup>1</sup>

A tendência dos *sandboxes*, inclusive, não se resume aos mercados mais desenvolvidos: citando o Global Findex do Banco Mundial, de 2014, o Banco Interamericano de Desenvolvimento – BID atestou, em estudo para a América Latina e Caribe publicado em março de 2018, que a inclusão financeira se tornou um dos mais significativos desafios governamentais no século XI – e, assim sendo, quaisquer avanços nesse sentido requereriam políticas que, *simultaneamente*, promovessem (i) a proteção do investidor, (ii) a transparência, a concorrência e a eficiência, e (iii) a prevenção de riscos sistêmicos<sup>2</sup> - nesse sentido, os *sandboxes* serviriam precipuamente

---

<sup>1</sup> “The unequivocal message is that the sandbox has delivered real value to firms, ranging from guidance relating to the application of regulation to innovative propositions, to ‘kicking the tyres’ on the risks relating to their business model. While the FCA has emphasised strongly that it does not ‘pick winners’, the feedback from our interviews is that being accepted into the sandbox, and proving the underlying technology in a live environment, increased the credibility of firms with both investors and customers alike” (v. “A journey through the FCA regulatory sandbox: the benefits, challenges and next steps”, estudo elaborado em 2018 pelo Centre for Regulatory Strategy da Deloitte, pág. 1, acessado em 09.10.19. no link <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/uk/Documents/financial-services/deloitte-uk-fca-regulatory-sandbox-project-innovate-finance-journey.pdf>).

<sup>2</sup> “Given that 49 percent of the region’s population cannot take advantage of formal financial services [obs: referindo-se à América Latina e Caribe], it is not surprising that financial inclusion has become one of the significant challenges facing governments in the 21st century. Progress in this direction requires policies that simultaneously promote (i) investor protection; (ii) transparency, competition, and market efficiency; and (iii) systemic risk prevention” – cf. “Regulatory Sandboxes in Latin America and the Caribbean for FinTech Ecosystem and the Financial System”, pág. 15, acessado em 08.10.19, disponível no link

como eficientes ferramentas regulatórias, por possibilitar, mediante contato em primeira mão com novos modelos de negócio, a eventual criação de novas normas - mas também se revelariam boas estruturas de supervisão (e até mesmo de *prevenção*), ao determinar previamente se as inovações apresentadas representariam riscos ao público (e, caso assim fosse, impondo as devidas medidas/sanções para mitigá-los).<sup>3</sup>

Assim sendo – e para ficarmos apenas nos breves exemplos acima -, frisamos novamente a conveniência e oportunidade da presente discussão, para, a seguir, passarmos às respostas aos questionamentos específicos levantados pela CVM no Edital da AP SDM 05/19 (“Edital”), e a comentários adicionais de pontos que nos pareceram importantes na minuta de Instrução.

Nesse sentido, destacamos em especial três pontos que cremos oportunos, além dos aspectos levantados pela CVM no Edital, quais sejam:

- (a) a criação de um processo de análise e aprovação mais célere e ágil, mediante certas condições a serem preenchidas pelos proponentes (i.e., um tipo de “**sandbox expresso**”, aos moldes de Singapura e Austrália, comentado e explicado adiante);
- (b) a participação de integrantes oriundos do setor privado e/ou da academia no Comitê de *Sandbox*, a serem designados pelo Colegiado da CVM (desde que comprovadamente afetos ao campo das inovações nas finanças); e
- (c) no caso de a inovação financeira evolver *mais de um regulador*, o conceito de pedido único (“*one stop shop*”), com a análise conjunta da proposta pelas autoridades envolvidas.

Dito isto, seguem, então, as análises e comentários acima mencionados.

## 1.) Critérios de Elegibilidade ao Sandbox (art. 5.º da minuta)

“A participação no sandbox regulatório da CVM proposto na Minuta destina-se às pessoas jurídicas que cumprirem os critérios de elegibilidade, cujo conteúdo mínimo foi estabelecido no art. 5º da Minuta. A CVM está especialmente interessada em receber dos participantes uma avaliação acerca da adequação e suficiência dos critérios lá estabelecidos e se haveria

<https://publications.iadb.org/en/regulatory-sandboxes-latin-america-and-caribbean-fintech-ecosystem-and-financial-system>.

<sup>3</sup> “Regulatory sandboxes are a regulatory tool because they allow, through first-hand knowledge of business models, for the creation of specific applicable regulations. At the same time, they are a supervisory—or even a preventive—tool in the sense that they make it possible to determine whether an activity represents a risk to the public and to enforce the requirements considered necessary to mitigate it. Therefore, the most complex aspect of sandboxes lies precisely in striking a balance between promoting innovation and protecting the interests of all players within a stable financial system. The other major challenge is regulating new activities in proportion to the risks they pose” – cf. “Regulatory Sandboxes in Latin America (...)” cit., *idem, ibidem* - destacamos.

*necessidade de se estabelecer outras restrições ou requisitos para a participação no sandbox.” (v. Edital da AP SDM 05/19, pág. 12)*

Acreditamos que o conteúdo mínimo do art. 5.<sup>o</sup> da minuta em audiência pública deveria adicionar alguns critérios além dos já existentes, especialmente *vis-à-vis* os modelos internacionais - cujos contextos regulatórios e sócio-econômicos, bem como a experiência com o procedimento do *sandbox*, encontram-se mais adiantados que a estrutura ora proposta para o mercado brasileiro.

De fato, no tema de inovações, é razoável esperar que diversos *players* de “fora do mercado” - especialmente aqueles oriundos do segmento de TI - tenham legítimo interesse em se manifestar e participar das rodadas de *sandbox*: entretanto, ao contrário de países que já têm maior familiaridade com o papel do mercado no financiamento de atividades produtivas - além de maior contato cotidiano com a tecnologia e de um ambiente jurídico e estrutural que favorece o empreendedorismo -, esse tipo de “cultura” apenas recentemente, e de forma ainda tímida, vem florescendo no Brasil.<sup>4</sup>

Logo, mesmo acreditando que a falta de familiaridade prévia com a regulação do mercado não deveria ser fator impeditivo ou inibidor da participação nos sandboxes, cremos que a realidade brasileira guarda certas peculiaridades que mereceriam adaptação ao contexto cultural e empresarial vigente em nosso País, sob risco de meramente replicarmos modelos que se originaram em situações bem diversas da nossa (o que, em nosso entender, poderia frustrar na prática a adoção dos ambientes regulatórios experimentais).

Assim sendo, cremos que, *pelo menos de início*, a CVM deveria dispender maior atenção quanto às qualificações dos próprios times (como um todo) dos proponentes aos *sandboxes* - e não apenas de seus *administradores e controladores diretos e indiretos*, como atualmente consta da minuta em audiência.

Propomos que no inciso III do art. 5.<sup>o</sup> seja incluída a menção à capacidade técnica da própria equipe da entidade proponente (ou ao menos de seus principais responsáveis em cargos de gerência - ou nível administrativo similar), de forma a deixar claro tanto que (i) a ali mencionada “capacidade técnica” não se resumiria apenas a equipamentos, tecnologia empregada ou capacidade instalada do proponente, como (ii) também ao *background* dos profissionais a cargo da atividade objeto do *sandbox*.<sup>5</sup>

<sup>4</sup> Mesmo em nações mais desenvolvidas, decifrar a regulação de mercado não é tarefa fácil - v. o seguinte trecho de “A journey through the FCA sandbox (...)”, cit., pág. 4: “A clear theme emerging from our conversations is that a majority of firms found the sandbox authorisation process, and specifically navigating and interpreting the FCA handbook, **fairly daunting**. The level of previous exposure of start-up teams to FS regulation was a clear differentiating factor. Indeed, more regulatory savvy firms – often with founders from FS backgrounds – which had embedded ‘regulation by design’ into their business model, found the authorisation journey much easier” (grifos nossos)

<sup>5</sup> No México, por exemplo, as “Disposiciones de Carácter General Relativas a Las Sociedades Autorizadas para Operar Modelos Novedosos a que Hace Referencia la Ley para Regular Las Instituciones de Tecnología Financiera”, editada pela Comisión Nacional Bancaria y de Valores - CNBV, em seu art. 3.<sup>o</sup>, I, faz **menção expressa** aos recursos humanos necessários à operação do modelo inovador (“Art. 3.<sup>o</sup> - (...). I - Contar con los **recursos humanos, materiales y monetarios necesarios para iniciar y mantener la operación del Modelo Novedoso** durante el periodo de vigencia de la autorización temporal”, cf. o link <https://www.cnbv.gob.mx/Normatividad/Disposiciones%20de%20carácter%20general%20relativas%20>

Creemos que tal medida poderia fornecer uma valiosa ferramenta de análise *a priori* para a CVM sobre a efetiva compreensão do proponente acerca do ambiente de atuação pleiteado e de sua real capacidade para nele efetuar seus testes.

Outros aspectos cuja menção valeria a pena neste comentário ao art. 5.º seriam a identificação do benefício esperado para os investidores mediante o modelo proposto e a demonstração efetiva da necessidade de teste em ambiente de *sandbox* (como atualmente efetuado pela FCA, por exemplo – mais comentários sobre isso a seguir).

Novamente, não se trata aqui de maneira alguma da imposição de quaisquer “barreiras de entrada”, mas sim (a) de situar corretamente o contexto econômico nacional e (b) da dimensão adequada dos esforços de análise e fiscalização da CVM:<sup>6</sup> dada a crise experimentada nos anos recentes, muitos se dedicaram a empreender por *absoluta necessidade* – e não tanto por genuínas vontade/vocação pessoal -, de modo a se pressupor, aqui, um acesso ainda bastante incipiente a princípios mesmo moderadamente sofisticados de administração e negócios.

Isto, aliado a um segmento econômico que naturalmente já implica *um nível mínimo de complexidade*, pode desencadear o recebimento de propostas que, conquanto até bem estruturadas (sem considerar, evidentemente, aquelas *francamente disparatadas*), podem gerar o recebimento de pleitos inadequados ou mesmo inteiramente inaplicáveis ao nosso contexto de mercado: é imperiosa a consideração dessa dimensão, pois vem-se assistindo a uma proliferação verdadeiramente desenfreada dos mais variados modelos de atuação mais ou menos afetos a temas de mercado, desde aconselhamentos de operações e classes de ativos, até produtos sem qualquer base regulatória, passando também por “cursos” que ensinam o público a investir para “ficar rico”, sem qualquer menção à adequação das operações sugeridas aos perfis de risco dos assinantes/usuários do curso ou serviço (o mercado - de capitais, especialmente – é muito atraente pela possibilidade de incrementos financeiros: todos querem ter “a próxima grande ideia” que “revolucionará as finanças”).

Logo, a nosso ver, ao pedir **na partida** que o proponente identifique o benefício esperado para o modelo proposto, bem como as razões para a necessidade do teste via *sandbox*, a CVM novamente teria eficientes ferramentas de apreensão **prévia** da ideia que o proponente **de fato** tem do ambiente ao qual está se candidatando, e das efetivas aplicabilidade e pertinência do modelo proposto – o que impactaria na agilidade da análise e, posteriormente, na eficiência do monitoramento dos aprovados, já em ambiente de testes: isto, a nosso ver, **complementaria** a definição de “modelo de negócio inovador” atualmente constante do art. 2.º, IV, o qual, por si só, nos parece demasiadamente aberto para o propósito de se permitir uma análise mais ágil e um monitoramento efetivo dos proponentes aprovados.

---

[a%20las%20sociedades%20autorizadas%20para%20operar%20modelos%20novedosos%20a%20que%20hace%20referencia%20la%20Ley%20para%20Regular%20las%20Instituciones%20de%20Tecnología%20Financiera.pdf](#), acessada em 10.10.19. – destaques não são do original).

<sup>6</sup> Noção esta que nos pareceu presente nas cogitações da CVM, principalmente no seguinte trecho do Edital: “Algumas questões importantes envolvem a decisão de se estabelecer desde a largada, ou não, um número prévio de participantes. A principal delas envolve determinar um número de participantes compatível com a capacidade de monitoramento, pela CVM, dos participantes do sandbox. (...)” (pág. 14, destacamos – também comentaremos mais sobre isso a seguir).

Por fim, cremos que um último requisito que valeria a pena ser inserido no rol do art. 5.º da Instrução seria a necessidade de que o modelo/negócio *já esteja (tão) pronto (quanto possível)*: a nosso ver, o modelo já deveria ter ao menos uma espécie de “protótipo” ou estar *em vias de já poder ser testado* - cremos que não deveria caber à CVM o papel de mera “avaliadora” de ideias que ainda nem mesmo teriam “saído do papel”, pois isso, em nosso entender, não serviria nem à (boa) ideia do *sandbox*, nem à alocação eficiente dos recursos da CVM: o regulador não pode ser um simples “guichê de incubadora de projetos”.

Assim, se o modelo já estiver pelo menos *próximo de conclusão* na época da eventual aprovação, o proponente ganha em *timing* - dado que seu projeto já poderia ser testado em situações reais de mercado (o que não é nada desprezível quando se está limitado por prazos numa cultura ainda demasiadamente burocrática como a brasileira) – e a CVM disporia de mais um bom critério *a priori* para bem dispende seus recursos, seja na análise das propostas, seja na fiscalização dos novos modelos.<sup>7</sup>

## 2.) Número de Participantes no Sandbox (art. 3.º, §1.º, I e II, da minuta)

“A CVM também tem interesse em receber comentários direcionados à adequação de tais critérios, uma vez que eles podem ser determinantes para que um participante seja contemplado ou não, com a autorização em determinado ciclo. Adicionalmente, a CVM questiona os participantes da audiência pública, sob o aspecto jurídico, se haveria recomendações ou restrições no cenário de não estabelecimento prévio de um número limitado de participantes, mas com possibilidade de definição em etapa posterior em função do número e da complexidade das propostas recebidas, sempre mantendo relação com a capacidade da Autarquia de monitorar as atividades autorizadas.” (v. Edital da AP SDM 05/19, págs. 14 e 15)

Novamente, acreditamos que o número de participantes é uma espécie de *função* (da eficiência/adequação) dos critérios de elegibilidade ao processo de *sandbox*: quanto melhor calibrados e de fato apropriados os critérios à finalidade pretendida na minuta de Instrução (*i.e.*, permitir a avaliação de propostas tão *viáveis e pertinentes* quanto possível), melhor dimensionado seria o número de participantes efetivos após a análise da CVM.

Como já dito acima, parece-nos de fato haver uma preocupação do regulador quanto à possibilidade de um número excessivo de participantes (tanto que se fala acima no estabelecimento de um teto mesmo *após o recebimento das propostas*, quando não se estabelecer um limite para tanto já na partida).

Se os critérios não forem demasiadamente subjetivos e abertos (como nos parece ser o caso *atual* da minuta em alguns pontos), cremos que não haveria muita razão de ser nessa aparente apreensão, na medida em que (1) os proponentes *já teriam passado* por um escrutínio embasado da CVM (com a verificação da propriedade, conveniência e pertinência dos modelos propostos - isto é, já se trataria de um nível

<sup>7</sup> Esse critério já é adotado tanto pela FCA quanto pela CNBV – no último caso, a previsão correspondente está expressa no art. 82, IV, da “*Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera*” (“Art. 82 (...). IV - *El proyecto se debe encontrar en una etapa en la que el inicio de operaciones pueda ser inmediato; (...).*”) – cf. [http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LRITF\\_090318.pdf](http://www.diputados.gob.mx/LeyesBiblio/pdf/LRITF_090318.pdf), acessado em 10.10.19., os grifos são nossos.

mais “concreto” dos projetos), e (2) é razoável supor que a maioria dos candidatos já teria sido vencida pelos critérios de elegibilidade que, por qualquer razão, não tivessem sido preenchidos ainda na fase de análise.

Portanto, apenas prever uma definição (a nosso ver um tanto fluida e subjetiva, na sua forma atual) de “modelo de negócio inovador”, sem, do outro lado, tornar tão *objetivos quanto possível* os requisitos para participação efetiva em grupos de *sandbox*, equivaleria a aumentar o risco da necessidade de medidas posteriores, *impelidas* por circunstâncias de fato, e não por critérios objetivos e verificáveis, o que nunca é bom: em nosso entender, se os critérios de elegibilidade forem de fato consistentes (ou se pelo menos o forem *na máxima extensão possível*), a CVM teria, **de antemão**, no mínimo uma boa ideia aproximada sobre quantos poderiam ser de fato aprovados, de modo a não ter que se preocupar em limitar o número de participantes depois.

Assim, parece-nos que a *manutenção da salvaguarda de limitação dos participantes*, do jeito em que se encontra na minuta, é, sim, uma boa medida, pois já coloca as “regras do jogo” **bem claras desde o início**, de forma a dar mais segurança e previsibilidade para os proponentes; apenas cremos que, com as sugestões feitas no item anterior, a preocupação externada pela CVM tenderia a ser tornar secundária, pois, de posse dos modelos, e com uma ideia mais ou menos clara de quantos preencheriam efetivamente os critérios de admissão, a necessidade do estabelecimento posterior de um teto, de forma mais ou menos improvisada ou a reboque de circunstâncias imprevistas no início, tenderia a não se concretizar na prática.

Já finalizando quanto a este ponto, outra medida que poderia eventualmente ser implementada para otimizar os recursos da CVM em relação ao número de participantes seria a manutenção de “lugares na fila”, num regime de “*first-in, first-out*”: se o proponente se candidatou e por alguma razão não pôde ter sua proposta analisada (não se trataria aqui então de reprovação, bem-entendido, como previsto no art. 8.º da minuta), então ele poderia em princípio conservar o seu “lugar na fila”, e, numa próxima rodada de *sandbox*, ter o seu projeto analisado prioritariamente em relação aos novos entrantes):<sup>8</sup> cremos, com tal medida, que as eventuais preocupação e necessidade de limitar *a posteriori* o número de participantes quedariam mitigadas, pois os proponentes nessa situação ficariam então para a “próxima leva” do *sandbox*.

### 3.) **Informações para Participação no Sandbox (art. 6.º da minuta)**

“A CVM manifesta seu interesse em conhecer a opinião do público acerca de eventual risco de desestímulo à participação no sandbox em função da apresentação de certas informações requeridas quando da entrega das propostas, consoante previsto no art. 6º da Minuta. Isso pode se dar especialmente quanto ao alcance da descrição da atividade a ser desenvolvida pelo proponente e dos aspectos que a caracterizam como modelo de negócio inovador (art. 6º, inciso I), uma vez que é possível que existam informações cuja divulgação possa

<sup>8</sup> No caso da *Monetary Authority of Singapore* – MAS, por exemplo, é estabelecido um “*cooling-off period*” de 3 (três) meses até que o proponente reprovado possa se candidatar de novo: “*A three-month cooling-off period will be imposed for any sandbox application that is rejected by MAS. MAS will not consider any application from the same applicant during the cooling-off period. This is to encourage the applicant to conduct a more comprehensive due diligence, improve its value proposition or submit a complete application*” (cf. o “*Sandbox Express Guidelines*”, em <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Smart-Financial-Centre/Sandbox-Express/Sandbox-Express-Guidelines-7-Aug.pdf>, acessado em 10.10.19.).

*representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos. Desse modo, a CVM deseja conhecer a opinião do público sobre a adequação das informações requeridas no art. 6º ao propósito a que se destinam, assim como receber sugestões com vistas a assegurar que as informações requeridas não inibam a participação de determinados agentes, nem tampouco incentivem a apresentação de propostas contendo informações superficiais.” (v. Edital da AP SDM 05/19, pág. 15)*

Também este item tem relação com alguns pontos já sugeridos anteriormente, especialmente no que tange à exposição dos benefícios esperados para o público e a demonstração efetiva da necessidade de teste em ambiente de *sandbox*: cremos que principalmente estes dois fatores deveriam constar **também** como critérios de elegibilidade (como já proposto), pois assim não apenas se fecharia o círculo conceitual entre os requisitos necessários e conteúdo do formulário de proposta, como também se aproximaria o modelo brasileiro de outras estruturas similares no exterior (o que é especialmente importante no caso de testes envolvendo mais de uma jurisdição, por exemplo - como, aliás, previsto expressamente *na própria minuta*).

Desta forma, entendemos que o conteúdo da proposta de participação no *sandbox* é razoavelmente adequado, com a ressalva de que, a nosso ver, é, sim, possível que certas passagens possam se revelar sensíveis em termos concorrenciais (principalmente em segmentos que se apoiam na inovação propugnada pelos modelos de negócio neles praticados).

Quanto a isso, acreditamos que se possa estabelecer o dever de sigilo obrigatório por parte dos analistas das propostas e dos integrantes do Comitê de Sandbox,<sup>9</sup> de modo que não se tornem públicas informações concorrenciais sensíveis nem ao mercado, nem aos demais participantes do processo, ficando estas disponíveis apenas e tão-somente à CVM - e, mesmo assim, só para fins de análise e eventual aprovação do candidato na respectiva rodada de *sandbox*.<sup>10</sup>

Por outro lado, também nos parece razoável que o próprio conteúdo da proposta não deva ser algo totalmente “intransponível”, de forma a constrianger a participação de *players* menores: nesse sentido, sugerimos a adoção de conteúdo similar ao formulário da FCA (disponível em <https://www.fca.org.uk/regulatory-sandbox-application-form>),

<sup>9</sup> Por exemplo, esse é exatamente o caso da *Australian Securities and Investment Commission – ASIC* (v. <https://asic.gov.au/for-business/innovation-hub/> - acessado em 01.10.19.), bem como de seu *Regulatory Guide 103 – Confidentiality and Release of Information* (v. <https://asic.gov.au/regulatory-resources/find-a-document/regulatory-guides/rg-103-confidentiality-and-release-of-information/> - acessado também em 08.10.19.)

<sup>10</sup> Cremos com essa sugestão estarmos alinhados com outras previsões legais e regulatórias já existentes no sistema brasileiro, nas quais se determina os devidos cuidado e sigilo no manuseio e conservação de informações de administrados privados *vis-à-vis* o Poder Público (bons exemplos seriam o sigilo bancário, o sigilo fiscal, e, especificamente no campo da CVM, o recebimento e conservação de informações privadas em ofertas públicas de valores mobiliários). Assim, o dever de confidencialidade para com dados dos jurisdicionados, ainda mais se tratando de informações sensíveis de cunho comercial, não é novidade no ambiente brasileiro, podendo, ao menos em princípio, ser replicado aqui.

que trata de todas as informações necessárias, sem burocratizar demasiadamente o ato em si da candidatura ao *sandbox*.<sup>11</sup>

Portanto, ao ver da CFA Society, o rol de informações do art. 6.º parece ser apropriado, mas deve ser acompanhado das salvaguardas de confidencialidade necessárias para não possibilitar assimetrias concorrenciais em detrimento principalmente dos *players* menores.

#### 4.) **Prazo de Duração do Sandbox (art. 3.º, III e §3.º, da minuta)**

“Após a concessão das autorizações temporárias pelo Colegiado, terá início o prazo para desempenhar a atividade regulamentada, que poderá ser de até 1 (um) ano, podendo a autorização temporária ser prorrogada por igual período – art. 3º, inciso III e § 3º. A CVM manifesta especial interesse em receber comentários acerca da adequação de tal prazo, bem como sobre a necessidade e pertinência de se estabelecer um prazo máximo para o início dos testes, contado da autorização.” (v. Edital da AP SDM 05/19, pág. 16)

Novamente aqui, cremos que seriam necessárias não apenas a adaptação à realidade brasileira, como também a devida contemplação de sugestões feitas anteriormente neste documento.

É notório que a abertura de empresas no Brasil não é exatamente fácil, nem simples (a despeito de iniciativas bastante louváveis, como a recente Lei n.º 13.874, de 20 de setembro de 2019, resultante da conversão da chamada “MP da Liberdade Econômica”<sup>12</sup>): em geral, o processo é moroso, complexo e pouco acessível a *players* menores – isto tudo, aliado ao emaranhado de licenças necessárias dos vários níveis do Poder Público, sistema tributário bastante complexo e necessidade de assessoria confiável (e, no mais das vezes, custosa), torna a operação regular de uma empresa no Brasil uma aventura quase proibitiva à média do grande público.

Porém - conforme nossa proposta pela necessidade de o modelo *já estar em vias de poder ser testado* ao menos quando da eventual aprovação no *sandbox* -, como se fala de prazo de duração do ambiente *experimental* (com total lógica nisso, diga-se de passagem, dado que o participante, por definição, obviamente não poderia permanecer em licença temporária *para sempre*), parece-nos que seria altamente conveniente que, ao menos na medida do possível, o participante não pudesse ser afetado nem por questões burocráticas de constituição de sua entidade jurídica, nem por questões técnicas relativas ao produto/serviço objeto do *sandbox* - pois que tais fatores lhe consumiriam tempo de que ele, a rigor, *não dispõe*.

<sup>11</sup> Lembramos que não se deve confundir o conteúdo do formulário em si nem com os próprios *critérios de elegibilidade*, nem com a *documentação necessária* para a candidatura ao *sandbox*: continuamos da opinião de que certos requisitos, informações e documentos são fundamentais para a correta proposta de participação no *sandbox*, ainda que num primeiro momento este possa parecer um conjunto extenso (por exemplo, no mercado mexicano, a documentação necessária do art. 83 da “*Ley para Regular las Instituciones de Tecnología Financiera (...)*”, e do art. 2.º das “*Disposiciones de Carácter General Relativas a Las Sociedades Autorizadas Para Operar Modelos Novedosos (...)*”, é bem detalhada - talvez até demasiadamente -, mas, mesmo assim, fornece um retrato bastante acurado do *status* efetivo do proponente no momento de sua candidatura).

<sup>12</sup> Medida Provisória n.º 881, de 30 de abril de 2019.

Assim, a despeito de o prazo de um ano (prorrogável por mais um) estar em linha com várias jurisdições que verificamos,<sup>13</sup> como a previsibilidade econômica, administrativa e regulamentar no Brasil é bem menor do que nos mercados pesquisados, sugerimos que o prazo de testes possa ser prorrogado por duas oportunidades (de igual duração), e não apenas uma, como diz a minuta (totalizando o máximo de 36 – trinta e seis – meses, e não apenas 24 – vinte e quatro -, como atualmente consta da minuta).

Entendemos perfeitamente a razão de ser de eventuais limitações na prorrogação: por outro lado, é fora de dúvida que o ambiente de negócios no Brasil é mais “arredio” do que em mercados mais maduros do que o nosso, de maneira que se justificaria a exceção neste caso, principalmente para os agentes de menor porte, a despeito da eventual conclusão para testes poder lhe poupar valioso tempo nesse sentido - cremos que, mesmo com tudo “pronto” por determinação normativa, como propusemos, a dupla prorrogação ainda assim se provaria acertado, dada a instabilidade institucional que infelizmente ainda vige em nosso País.

Por último, aqui, também é fora de dúvida que, ao longo desse período, o modelo testado poderia concentrar algum grau de risco sistêmico no caso de seu sucesso: nesse sentido, apesar de o art. 13, §2.º, I, da minuta de Instrução *já trazer a previsão da periodicidade no acompanhamento*, cremos que seria importante já “concretizar” tal monitoramento prevendo relatórios semestrais pelo/para o Comitê de *Sandbox*, de modo a (i) evitar a possibilidade de uma concentração de risco excessiva derivada de uma “inesperada” boa aceitação do modelo pelo mercado – ou seja, para que a eficiência do participante não se volte, ao final, *contra ele próprio*, e (ii) propiciar um monitoramento de fato eficaz dos participantes (tudo isto, evidentemente, sem prejuízo de providências/solicitações mais urgentes por parte da CVM, caso assim reputado necessário).

## 5.) Regime Informacional do Sandbox (Capítulo IV da minuta)

“A CVM está muito interessada em conhecer a opinião do público no tocante ao regime informacional proposto na Minuta, notadamente no que se refere a sua suficiência, assim como questiona se o participante deve recolher termos de ciência de risco de investidores, clientes ou partes interessadas que estariam classificados dentro da categoria de investidores profissionais, conforme regulamentação específica..” (v. Edital da AP SDM 05/19, pág. 17)

O conteúdo e razão de ser do regime proposto poderiam ser complementados com algumas providências, sobretudo a quanto à visibilidade dos avisos.

Dado se tratar de iniciativa ainda estreante em nossa regulação – com tudo que isto implica -, cremos que seria importante detalhar que o aviso do art. 14 deve estar em posição de fácil leitura nos materiais do participante, possibilitando a sua visualização imediata, de maneira a não poder ser “escondido” no projeto gráfico de cada anúncio ou aviso (por exemplo, mediante o uso de cores escuras, fontes demasiadamente pequenas ou de difícil leitura, ou posição secundária em relação ao texto principal): postos a diferença do regime regulatório aplicável e o provável ineditismo de certos produtos ou serviços objeto do *sandbox*, é crucial que o aviso possa, de fato, cumprir a

<sup>13</sup> Casos da FCA, da CNBV (cf. ) e do *Innovation Hub* da ASIC, por exemplo (v. <https://asic.gov.au/for-business/innovation-hub/fintech-regulatory-sandbox/> - acessado em 01.10.19.).

sua função, de forma a, principalmente, **alertar** o público sobre o *status* efetivo daquele participante.

Quanto aos termos de ciência de risco, pensamos ser medida de fundamental importância, *especialmente nos contextos enumerados pela minuta (i.e., administração ou captação de recursos)*: em nosso entender, a proteção à poupança popular deve se revestir permanentemente dos maiores graus possíveis de solidez e credibilidade, o que se revela ainda mais urgente em situações como a do *sandbox*, em que não é dado saber de antemão a total extensão dos efeitos dos (novos) serviços e produtos oferecidos ao público - por esta razão, conforme o contexto, cremos que seria saudável a obtenção dos mencionados termos *inclusive de investidores profissionais*.

A cautela e o bom senso recomendariam que o regime de *sandbox* não permitisse grandes movimentações, nem atuações em largo espectro de clientes – mas, conforme a amplitude a eventualmente ser permitida pela CVM, a obtenção de termos de ciência mesmo junto a investidores profissionais pode ser revelar medida de prudência (e até mesmo de proteção e resguardo *para a própria CVM*, em caso de eventual recurso à Justiça por perdas experimentadas junto a entidades em regime regulatório experimental).<sup>14</sup>

## 6.) Sugestões Adicionais

### a.) **Sandbox Expresso**

Cremos que, adicionalmente a tudo que está previsto na minuta (e ao que foi sugerido aqui), poder-se-ia instituir - a exemplo do que já ocorre em Singapura - uma modalidade *mais ágil de análise (e até de aprovação)* para candidatos ao *sandbox*.<sup>15</sup>

O caso de Singapura, aliás, é apenas o mais emblemático. Outro exemplo de metodologia similar a citar aqui seria o da Austrália: nesse caso, não se trata tanto de “aprovação expressa”, mas de meramente evidenciar ao regulador o atendimento de certos requisitos pré-determinados, e de simplesmente comunicá-lo de que a isenção (de registro na ASIC) passará a ser usufruída.<sup>16</sup>

---

<sup>14</sup> Por exemplo, a Instrução n.º 588, de 13 de julho de 2017 (“ICVM 588”), em seu art. 19, IV, e respectivas alíneas, determina que as plataformas de investimento participativo obtenham termos de ciência de risco junto aos investidores que realizam operações em seus sistemas e plataformas, sem distinção (de notar que a ICVM 588, inclusive, limita o valor a ser investido nessas plataformas, exatamente em função da pouca informação disponível sobre os emissores, e da conseqüente maior necessidade de segurança nesse tipo de operação) – cremos que um raciocínio análogo poderia ser empregado em (ao menos algumas) situações de *sandbox*.

<sup>15</sup> V. o *Sandbox Express Guidelines*, cit., da MAS.: as atividades inicialmente contempladas com o *sandbox express* estão listadas no item 1.6., alíneas “a” a “c” – cf. também item 2.2., letra “a” (destaques nossos): “the risks of each experiment should be low and well understood. Hence, Sandbox Express is **only suitable for financial services or products which carry risks that could be reasonably contained by pre-determined, standardised sandbox constructs** (...)”.

<sup>16</sup> De fato, no caso da Austrália, não há nem mesmo a apresentação de propostas à ASIC: o *Regulatory Guide 257* (“RG 257”), no artigo 41 prevê o seguinte: “You do not need to apply to obtain the benefit of the fintech licensing exemption. If you meet the eligibility requirements and follow the conditions set out in the relevant instrument, you are legally entitled to rely on the exemption for 12 months” (nossos, os

Portanto, nosso racional aqui é tentar dotar a fase de testes da maior brevidade possível, após a formulação do pedido pelo proponente: a minuta não determina *a priori* um prazo máximo de análise, nem o efetivo marco inicial dos testes após a aprovação pela CVM (mais comentários a respeito disso abaixo),<sup>17</sup> de forma que a ideia é dar ao proponente o maior grau de segurança (jurídica) possível, para poder finalmente começar os seus testes de maneira *regular* (até porque é fundamental que se tenha uma data “formal” de início para a correta contagem do prazo de testes – no caso, 12 (doze) meses, prorrogáveis por igual período, de acordo com a redação original da minuta do Edital).

Assim, em certas condições e atividades pré-determinadas, cremos que a CVM poderia *conceder automaticamente* a isenção (de registro ou requisitos) pretendida, desde que o proponente evidenciasse o atendimento de todas as condições a tanto necessárias<sup>18</sup> - ou seja, tratar-se-ia aqui de uma isenção **temporária** junto à CVM, possibilitando o teste imediato do modelo proposto.

Nesse aspecto, sugerimos, a exemplo do já praticado pela ASIC, na Austrália, que se estabeleça para tais casos um limite de não mais do que 50 (cinquenta) clientes, com uma captação máxima de R\$ 5 milhões, e, como segurança adicional nesses casos, limite máximo de aplicação de R\$ 10 mil para clientes não-qualificados (sem limites para investidores qualificados em diante - nesse último ponto, analogamente o que já ocorre na ICVM 588).<sup>19</sup>

Uma segunda variante para a possibilidade de “*sandbox* expresso” em nosso ambiente regulatório seria a hipótese de os riscos do modelo proposto serem suportados

---

grifos – v. RG 257, <https://download.asic.gov.au/media/4420907/rg257-published-23-august-2017.pdf>, acessado em 10.10.19.) – deve-se ter especial atenção, entretanto, aos artigos 42, 43 e 44, respectivamente citados a seguir (também destacamos): “*However, you must notify us before you start relying on the fintech licensing exemption, and provide certain information to us (...)*”; “*It is important to note that relying on the fintech licensing exemption **does not mean you have received a licence or authorisation from ASIC to provide financial services or credit. Accordingly, you must not suggest to consumers that your business or your business model has been licensed, authorised or approved by ASIC***”; “*You **must advise your clients and potential clients that you have notified ASIC that you are relying on the fintech licensing exemption, and that you are operating without an AFS or credit licence.***”

<sup>17</sup> Por exemplo, no México, a CNBV tem 5 (cinco) dias úteis após a autorização temporária para conceder o registro especial ao proponente (cf. art. 6.º das “*Disposiciones de Carácter General (...)*” cit.); na Austrália, o prazo é de 14 (quatorze) dias contados da comunicação do proponente à ASIC, que notifica de volta o proponente sobre a data de início do período de testes (cf. art. 117 do RF 257).

<sup>18</sup> Os requisitos e atividades objeto do *sandbox* pela regulação da ASIC estão previstos nos arts. 56 a 58, 61 a 63, e Tabelas 1 e 2 do RG 257, e as condições para concessão de isenções, no Regulatory Guide 51. Além desses requisitos, para ser elegível ao *sandbox* o proponente deve observar certos critérios quanto ao alcance da atividade experimental: (a) não mais do que 100 clientes não qualificados (*retail investors*), sem limites - *de número* – para clientes qualificados em diante (*wholesale investors*); (b) exposição total não superior AUS\$ 5 milhões (contando os *wholesale investors*); (c) adotar medidas de proteção aos clientes (*consumer protection measures*); e (d) ter medidas adequadas de indenização e de solução de disputas (cf. RG 257, Seção D, arts. 78 a 110 e Tabela 3).

<sup>19</sup> Cf. ICVM 588, art. 3.º, I, e art. 4.º, I, II (que trata de investidores qualificados) e III (que prevê a situação de investidores cuja renda bruta anual ou o montante de investimentos financeiros seja superior a R\$ 100 mil, hipótese na qual o limite anual de investimento pode ser ampliado para até 10% - dez por cento - do maior destes dois valores por ano-calendário).

apenas por entidades **já reguladas pela CVM** que estivessem se *candidatando ao ambiente experimental*, **sem** qualquer atuação/captação **junto ao público**: entendemos que, (i) caso os riscos estejam **limitados a tais grupos restritos**, que dispõem de **todas as informações para o experimento pretendido**, além de (ii) estarem estes **bem compreendidos e bem dimensionados de antemão**, de forma a poderem ser contidos num eventual contexto emergencial, não haveria problemas numa aprovação imediata.

Adicionalmente, lembramos que, no curso da experiência, caso a CVM entenda que poderia haver algum risco, ela **conservaria a prerrogativa de interromper ou condicionar** a atuação do participante.

Importante destacar apenas que, **fora de tais condições**, deveria ser aplicado o processo de **sandbox “regular”**, sem recurso ao procedimento “expresso”.

### **b.) Contagem dos Prazos e Justificativas de Reprovação**

Como dito acima, a minuta apenas menciona genericamente que o Comitê de *Sandbox* estabelecerá o cronograma de recebimento e análise das propostas (v. art. 3.º, I).

A medida pode parecer suficiente a uma primeira vista, mas o fato é que a minuta não apenas não determina de antemão um tempo máximo de análise (nem eventuais necessidades de adição de prazo nesse sentido), como tampouco prevê qualquer critério (inclusive temporal) quanto ao marco inicial do prazo de 12 (doze) meses, pelo qual duraria o *sandbox*.

Ainda que possamos conceber a dificuldade de se prever na partida um prazo de análise sem ao menos uma estimativa quanto ao número de propostas que poderão ser recebidas (novamente, entendemos que o prazo e extensão da análise são funções dos critérios de admissibilidade – ou seja, quanto mais objetivos, mais curto tende a ser o referido prazo), cremos que é muito importante se estabelecer, de forma expressa, *a forma de comunicação da efetiva aprovação do proponente no processo, além do início oficial da contagem do prazo do sandbox*.

Assim, sugerimos que a norma preveja que será publicado **em destaque no site da CVM**, por ocasião da Deliberação do Colegiado que aprovar os participantes, que o marco inicial do prazo de 12 (doze) meses se inicia em 5 (cinco) dias úteis contados da data da Deliberação.

Nesse sentido, propomos ainda que sejam inseridas justificativas sumárias para os casos de **reprovação** no relatório do Comitê de *Sandbox* ao Colegiado, e que tais justificativas sejam disponibilizadas para o público: os propósitos aqui seriam a devida transparência no processo como um todo e possibilitar aos candidatos reprovados a melhora e aperfeiçoamento de seus projetos para eventuais futuras rodadas do *sandbox*.

### **c) “One Stop Shop”**

Evidentemente, uma característica importante das novas tecnologias é justamente o rompimento de fronteiras legais e regulatórias: é bastante comum que um

modelo inovador ultrapasse os estritos limites das normas em vigor, e, nesse sentido, a esfera de competência de um único regulador.

Assim, é plenamente possível que determinados experimentos, num único modelo, possam envolver *aspectos multidisciplinares*, com matérias simultaneamente afetadas, por exemplo, à CVM e ao Banco Central do Brasil – BACEN (e isto sem contar os demais reguladores, como a Superintendência de Seguros Privados – SUSEP ou a Superintendência Nacional de Previdência Complementar – PREVIC).

No espírito do Comunicado Conjunto de 13 de junho de 2019 (“Comunicado”), assinado pela Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia, BACEN, CVM e SUSEP, sugerimos aqui a adoção de uma “porta de entrada única” para o empreendedor, com a comunicação, entre os reguladores envolvidos, dos pontos relativos às suas respectivas competências.<sup>20</sup>

Novamente, lembramos que é provável que uma boa parte dos candidatos ao *sandbox* não terá prévia experiência com a regulação do mercado, nem muito menos com as demais esferas a que podem estar sujeitos os seus projetos: seria, assim, em nosso entender, demasiadamente oneroso que lhes fosse exigido passar “em cada balcão separado” a fim de viabilizar o devido teste das ideias sendo apresentadas.

Desta forma, portanto, o proponente não precisaria buscar um *sandbox* no BACEN e *outro* na CVM, por exemplo (o que poderia mesmo desestimular ou inviabilizar sua iniciativa): os reguladores se comunicariam e analisariam conjuntamente a proposta numa única porta de entrada, cada um na sua respectiva área de competência.<sup>21</sup>

#### **d.) Testes Internacionais**

A minuta também prevê a possibilidade de testes por parte de entidades estrangeiras.

Nada temos a opor a esse respeito, desde que assegurada a devida reciprocidade, dado que o mercado brasileiro não pode se prestar ao papel de mera “pista de provas” de inovações do exterior.

---

<sup>20</sup> De fato, o Comunicado diz que “esse cenário impõe aos reguladores o desafio de atuar com a **flexibilidade** necessária, **dentro dos limites** permitidos pela legislação, para adaptar suas regulamentações às mudanças tecnológicas e constantes inovações, de forma que as atividades reguladas mantenham conformidade com as regras de cada segmento, independentemente da forma como os serviços e produtos sejam fornecidos, principalmente sob as perspectivas da segurança jurídica, da proteção ao cliente e investidor e da segurança, higidez e eficiência dos mercados” (destacou-se).

<sup>21</sup> O Comunicado também assevera o seguinte: “Os reguladores que subscrevem este comunicado coordenarão suas atividades institucionais para disciplinar o funcionamento de elementos essenciais do sandbox em suas correspondentes esferas de competência, contemplando elementos comuns aos modelos observados em outras jurisdições, a exemplo da concessão de autorizações temporárias e a dispensa, excepcional e justificada, do cumprimento de regras para atividades reguladas específicas, observando critérios, limites e períodos previamente estabelecidos. Os reguladores, ademais, buscarão atuar conjuntamente sempre que as atividades perpassem mais de um mercado regulado” (grifos são daqui).

Nesse sentido, e até para dotar o procedimento de maior segurança e transparência, sugerimos que seja prevista a celebração de convênios internacionais com a CVM, por ocasião de cada rodada de *sandbox* nas quais houver interesse de entidades estrangeiras.

Tais convênios deverão prever, pelo menos, a possibilidade de troca de informações entre a CVM e o regulador externo, bem como a garantia da reciprocidade de tratamento entre os *players* brasileiros e estrangeiros, tanto no que tange à realização de testes (ou seja, do exterior para cá, e vice-versa) quanto aos critérios de aprovação das participações em processos de *sandbox*.

### **e.) Composição do Comitê de *Sandbox***

A minuta também não menciona de forma mais específica qual será a composição do Comitê de *Sandbox*, afirmando apenas que este será integrado por servidores da CVM, e que tanto seus integrantes quanto seu funcionamento serão disciplinados em Portaria a ser posteriormente editada.

Dada a potencial complexidade (e o ineditismo) da iniciativa do *sandbox* – pois é razoável esperar que haverá propostas cujo conteúdo será de difícil apreensão técnica por quem não for da área de origem respectiva – cremos que seria importante poder contar também com a *expertise* de integrantes do *setor privado*: para ficarmos em matéria mais afeta à CVM, similarmente, por exemplo, ao que ocorre no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional – CRSFN.

A própria minuta, aliás, já prevê a (mera) faculdade de interações com “partes interessadas” na forma do art. 10 (porém sem nenhuma obrigatoriedade).<sup>22</sup>

Em nosso entender, a composição do Comitê por entes privados (desde que *afetos ao segmento de inovação, tecnologia e finanças, bem-entendido*), pode dar subsídios para maiores eficiência e agilidade na análise, assim como melhores adequação e consistência nas decisões de aprovação a serem dadas pelo Colegiado, devendo igualmente contar com representantes de setores acadêmicos com pesquisas e trabalhos publicados sobre o setor.

Nesse sentido, sugerimos a presença de representantes com notório saber em matéria de inovação financeira, a serem indicados pelo Colegiado da CVM: evidentemente, a participação de tais integrantes deverá se cercar das necessárias salvaguardas, principalmente na forma de assinaturas de termos de confidencialidade, a fim de assegurar o devido sigilo das informações recebidas e de prevenir todo e qualquer potencial conflito de interesse ou possibilidade de assimetrias por partes dos membros do Comitê.

Por fim, com vistas a permitir uma maior independência e a necessária renovação do Comitê, propomos ainda que tais membros do setor privado tenham um mandato fixo de 3 (três anos), renováveis uma única vez por igual período.

---

<sup>22</sup> “Art. 10. O Comitê de Sandbox poderá interagir com partes interessadas, tais como universidades, pesquisadores, entidades representativas e associações com o objetivo de firmar parceria para a realização da avaliação referida no caput do art. 7º e do relatório de análise referido no caput do art. 9º.”

## 7.) Considerações Finais

O processo de *sandbox* nos parece ser uma iniciativa de inegável conveniência, sobretudo nos tempos atuais, em que o desenvolvimento de novos modelos, projetos, ideias, produtos e serviços está em plena ebulição.

Nesse cenário, é natural que o mercado de capitais seja um dos maiores destinatários (quicá *o maior*) dessa verdadeira revolução: especialmente num contexto de juros decrescentes, necessidade de maior diversificação dos portfólios e constantes aperfeiçoamentos tecnológicos, um campo em que basicamente se trata (da alocação) de *dinheiro* - com todas as “recompensas” que isso acarreta, seja na valorização do negócio aos olhos de potenciais investidores, ou a possibilidade de ganhos com a facilitação dos investimentos, ou mesmo a efetiva venda da empresa a valores expressivos para *players* maiores – funciona como atrativo natural para as melhores ideias e “cabeças”: a corrida por melhores resultados numa dimensão tão básica da vida cotidiana (*i.e.*, o investimento eficiente e adequado dos excedentes de poupança do público) acarreta o surgimento de novos participantes, produtos e serviços de maneira bastante óbvia (e até intuitiva).

Por outro lado, são igualmente elementares as dimensões da *segurança* e da *credibilidade* do mercado: não se pode interferir com elas sob qualquer pretexto, sem correr o risco da erosão da finalidade mesma e da própria razão de ser de um ambiente de investimentos minimamente hígido, e, por conseguinte, dessa fundamental (talvez mesmo a maior) estrutura concebida para a canalização eficiente de recursos e criação/transferência de riqueza que é o mercado de capitais.

O grande desafio, portanto, é coadunar o imperativo da segurança com a necessidade de evolução: a nosso ver, é possível atender simultaneamente a ambos os princípios, desde que mediante a inserção responsável e consistente da inovação.<sup>23</sup> É nesse cenário que se insere o procedimento do *sandbox*.<sup>24</sup>

A circunstância de “testes controlados” num ambiente tão sensível mostra vários desafios: por exemplo, a necessidade de aclimação dos novos entrantes a um ambiente regulado foi reconhecida tanto pelos participantes dos processos da FCA<sup>25</sup>

---

<sup>23</sup> “*Poor outcomes in the financial services and credit industries can erode consumer trust and confidence. If this occurs, investors, consumers and participants in financial services or credit are less likely to fully participate in the sector, and are less likely to support innovative businesses. Accordingly, it is important to ensure that the fintech licensing exemption operates in a way that balances facilitating innovation with promoting good outcomes for consumers*” (RG 257 da ASIC, art. 48 - grifamos).

<sup>24</sup> “O *sandbox* regulatório propicia aos reguladores, adicionalmente, um contexto favorável para a concessão de dispensas de requisitos regulatórios, pois tal flexibilização vem acompanhada da imposição de limites e salvaguardas à atuação do participante. Dessa forma, o regulador passa a ter uma nova ferramenta para perseguir seu propósito de zelar pelo funcionamento eficiente, pela integridade e pelo desenvolvimento do mercado de capitais, promovendo o equilíbrio entre a iniciativa dos agentes e a efetiva proteção dos investidores” (v. Edital da AP SDM 05/19, pág. 3).

<sup>25</sup> “*An easier way to navigate the FCA handbook was a recurring point of feedback. In particular, several firms suggested that the FCA could develop a ‘Financial Regulation 101’ starter-pack for firms and people with limited financial services sector experience, as well as more guidance on the FCA’s expectation in relation to the sandbox application forms. Some firms also thought that the FCA could consider extending the time firms are allowed to stay in the sandbox, or starting the ‘timer’ after the necessary authorisations*”

quanto pelo BID<sup>26</sup> – o que faz bastante sentido, pois grande parte dos proponentes em ambientes de inovação tecnológica não tem o mercado como segmento de origem, e, assim, pouca (às vezes até mesmo *nenhuma*) noção das consequências, implicações e custos envolvidos numa operação desse tipo. Outras possibilidades de avanço do *sandbox* citadas por proponentes dos processos e por autoridades seriam práticas de mentoria, maior intercâmbio de informações e experiências entre proponentes, a criação de programas de estímulo e incubação de negócios e o estímulo ao investimento de projetos inovadores. Há uma grande estrada a percorrer, como se vê aqui: a mera iniciativa de introduzir o *sandbox* em nosso ambiente regulatório, entretanto, já é um auspicioso começo.

A modernização das regras do mercado de investimentos são temas de muito interesse da CFA Society e objeto de debates entre seus membros. A promoção da atuação ética e transparente por todos os agentes do mercado, com especial referência às práticas e regras que visam à proteção do investidor, faz parte de esforços contínuos, próprios e de seus membros.

Colocamo-nos desde já à disposição para um contínuo diálogo com esta D. CVM, sempre com o objetivo de contribuir para o melhor entendimento sobre o segmento aqui abordado e seu desenvolvimento seguro e sustentável no Brasil, também desde já agradecendo a oportunidade de participação na presente Audiência Pública.

Sendo então o que se apresentava para o momento, aproveitamos o ensejo da presente para reiterarmos junto a V.Sas. nossos votos de elevada estima e distinta consideração.

Atenciosamente,

CFA Society Brazil



Felipe Nogueira  
Presidente



Luis Fernando Affonso  
Membro do Conselho

---

*have been obtained*" (cf. "A journey through the FCA regulatory sandbox (...)", cit., pág. 8 – destaques nossos).

<sup>26</sup> "Legal frameworks can stimulate economic activity by establishing unique ground rules that create a level playing field. Regulators and supervisors can contribute to this by providing all the information necessary to understand the regulatory environment and the requirements governing each activity. Initiatives such as setting up advisory units that handle inquiries from entities and help to process the relevant authorizations, as well as publishing guidelines or recommendations, could pave the way for entrepreneurs. Some countries, such as France, the Netherlands, Singapore, Spain, and the United Kingdom, have already set up specialized FinTech offices or departments within their supervisory authorities, which offer both a venue to meet and assistance if needed. It is recommended that LAC countries make progress along these lines" (v. "Regulatory Sandboxes in Latin America and the Caribbean (...)", cit., pág. 23).