

# PINHEIRO NETO

ADVOGADOS

SÃO PAULO  
R. Hungria, 1.100  
01455-906  
São Paulo - SP  
t. +55 (11) 3247 8400  
f. +55 (11) 3247 8600

RIO DE JANEIRO  
R. Humaitá, 275 -16º andar  
22261-005  
Rio de Janeiro - RJ  
t. +55 (21) 2506 1600  
f. +55 (21) 2506 1660

BRÁSILIA  
SAFS, Quadra 2 Bloco B  
Ed. Via Office - 3º andar  
70070-600  
Brasília - DF  
t. +55 (61) 3312 9400  
f. +55 (61) 3312 9444

PALO ALTO, USA  
228 Hamilton Avenue, 3rd floor  
CA 94301 USA  
t. +1 650-798-5068

[www.pinheironeto.com.br](http://www.pinheironeto.com.br)

Aos senhores

Marcelo Barbosa

Presidente

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

Antônio Carlos Berwanger

Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

**Assunto: Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/19 – Minuta de instrução que dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório)**

Prezados,

Vimos respeitosamente por meio desta manifestação submeter a esta D. Superintendência de Desenvolvimento de Mercado sugestões e comentários relacionados ao Edital de Audiência Pública SDM Nº 05/19 (“Edital”) e à proposta de instrução normativa nele incluída (“Minuta”), dispondo sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (“sandbox regulatório”).

## 1. Introdução

Antes de expormos nossos comentários e sugestões, gostaríamos de congratular a D. Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”) pela iniciativa, que entendemos ser de extrema relevância para o desenvolvimento de inovações no mercado de capitais brasileiro.

Para fins de nossos comentários e sugestões, levamos em consideração as experiências internacionais de *sandbox* regulatório, em particular o programa de

*sandbox* regulatório desenvolvido pela *Financial Conduct Authority* do Reino Unido (“FCA”) e o programa da *Monetary Authority of Singapore* de Cingapura (“MAS”). Ambas instituições publicaram recentemente relatórios<sup>1</sup> que reúnem as lições aprendidas ao longo dos primeiros ciclos de seus programas de *sandbox*, os quais foram utilizados como base para alguns de nossos comentários.

Analizamos também as minutas para regulamentação de *sandbox* regulatório disponibilizadas para consulta pública em 30 de setembro de 2019 pela Superintendência de Seguros Privados (“Susep”) e pelo Conselho Nacional de Seguros Privados (“CNSP”), com o intuito de identificar possíveis pontos comuns ou de conflito entre tais propostas e a Minuta da CVM. Entendemos que a comparação entre as proposições de regulamentação se justifica ante a possibilidade de serem estabelecidas parcerias entre diferentes autoridades reguladoras para instituição de um programa de *sandbox* unificado, o qual abarcaria os mercados financeiro/bancário, securitário e de capitais (conforme aventado no inciso I do art. 4º da Minuta apresentada no Edital). Um alinhamento entre as diferentes propostas facilitaria a eventual cooperação entre reguladores.

Assim, tendo em vista o objetivo proposto pela CVM na exposição de motivos do Edital para a constituição de *sandbox* regulatório, qual seja, o de estabelecer um espaço capaz de fomentar a competição, promover a inclusão financeira, reduzir a incerteza regulatória para a implementação de inovações e promover o aprimoramento do arcabouço regulatório aplicado às atividades regulamentadas, apresentamos os comentários e as sugestões abaixo especificados.

## **2. Procedimentos gerais do *sandbox* regulatório**

### **2.1. Inclusão de referência à base legal (preâmbulo e art. 2º, inciso II)**

“O PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM torna público que o Colegiado, em reunião realizada em [•] de [•] de 2019, com fundamento no

<sup>1</sup> Os relatórios publicados pelo FCA e pelo MAS são:  
(i) Responses to feedback received – FinTech Regulatory Sandbox Guidelines (“Relatório MAS”) de 2016 (Disponível em: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Smart-Financial-Centre/Sandbox/Response-to-Feedback-Received.pdf?la=en&hash=6C66D26D7FB0893E1615E91538EF0B006ED7FF75>);  
(ii) Fintech Regulatory Sandbox Guidelines (“Guidelines MAS”) de 2016 (Disponível em: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Smart-Financial-Centre/Sandbox/FinTech-Regulatory-Sandbox-Guidelines-19Feb2018.pdf?la=en&hash=1F4AA49087F9689249FB8816A11AEAA6CB3DE833>); e  
(iii) o Regulatory Sandbox Lessons Learned Report (“Relatório FCA”) de 2017 (Disponível em: <https://www.fca.org.uk/publication/research-and-data/regulatory-sandbox-lessons-learned-report.pdf>).

disposto no art. 8º, II; no art. 2º, § 3º, III; no art. 19, §5º e no art. 21, § 6º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, APROVOU a seguinte Instrução”

“Art. 2º .....

*II – autorização temporária: autorização concedida em caráter temporário para desenvolvimento de atividade regulamentada específica, em regime diverso daquele ordinariamente previsto na regulamentação aplicável, por meio de dispensa de requisitos regulamentares e mediante fixação prévia de condições, limites e salvaguardas voltadas à proteção dos investidores e ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários, nos termos do art. 2º, § 3º, III; art. 19, § 5º; art. 21, §6º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976;*

.....” (NR)

### **Justificativa**

O estabelecimento de uma base legal que permita a instituição de regime de autorização temporária no mercado de capitais por meio de normativas infra legais é essencial para o êxito do *sandbox* regulatório proposto pela CVM.

Nesse sentido, é o nosso entendimento que a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.385/76”) confere poderes para a CVM dispensar os participantes do mercado de valores mobiliários de registro prévio para exercerem suas respectivas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários, notadamente no art. 2º, § 3º, III (entidades participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários), no art. 19, § 5º (registro de oferta) e no art. 21, §6º, I (registro de emissor).

Sugerimos que a menção à referida fundamentação legal seja incluída na norma (tanto em seu preâmbulo quanto no art. 2º, II da Minuta).

### **2.2. Flexibilização do funcionamento do *sandbox* por meio de ciclos (art. 3º)**

“Art. 3º O Comitê de Sandbox coordenará os procedimentos para participação no *sandbox* regulatório, indicando, ~~a cada ciclo~~:

.....

*III – o prazo da autorização temporária a ser concedida no âmbito do ~~de duração do ciclo do~~ *sandbox* regulatório, que poderá ser de no máximo 1 (um) ano, ressalvado o disposto no § 3º;*

IV – se o regime para inscrição e concessão de autorizações temporárias será organizado por meio de ciclos ou por meio de processo continuado.

.....” (NR)

### **Justificativa**

Embora entendamos que, inicialmente, a intenção desta CVM é que o processo para inscrição, análise e concessão de autorizações temporárias seja realizado por meio de ciclos, sugerimos que a regulamentação permita, desde já, a adoção tanto do modelo de seleção de participantes por ciclos como do modelo contínuo. Isso para que a escolha do formato a ser adotado possa se dar no âmbito do edital a ser formulado e publicado pela CVM antes do início de cada programa.

A experiência internacional mostra que os reguladores têm adotado tanto o modelo de organização por ciclos (FCA) quanto por processo contínuo (Cingapura). No caso da *Financial Supervisory Authority* (regulador financeiro da Dinamarca), houve inclusive a migração do modelo de ciclos para o modelo contínuo. Portanto, verifica-se que ambos os modelos podem funcionar, nos parecendo, assim, recomendável não definir, já neste momento tão preliminar, o modelo a ser adotado.

Logo, com a flexibilização sugerida, caso a CVM venha a decidir pela mudança para um modelo de *sandbox* contínuo, tal decisão não demandará alteração normativa específica.

Nessa linha, propomos ajustes nos incisos III e IV do art. 3º de modo a excluir a menção que se fazia à adoção como regra do modelo de ciclos, devendo a escolha do modelo estar descrita no edital a ser lançado pela CVM.

Por fim, entendemos que – caso a CVM opte por considerar o modelo de ciclos como apenas mais um dos regimes possíveis para o estabelecimento de *sandbox* – serão necessárias mudanças estruturais na norma, tendo em vista que diversos dispositivos fazem referência ao “ciclo de *sandbox*” com a finalidade de instituírem regras e procedimentos relacionados ao programa de *sandbox* como um todo.

Uma alternativa à referência que se faz ao “ciclo de *sandbox*” seria sua substituição pela expressão “edital de participação”, a qual denotaria o documento que reunirá as regras e os procedimentos aplicáveis ao programa de *sandbox*,

independente do modelo a ser adotado, se por ciclos ou contínuo. Nos termos do art. 3º, não há nomenclatura específica para este documento que institui as regras para o programa de *sandbox* regulatório.

Além de substituir as menções que são feitas ao “ciclo de *sandbox*”, a referência ao “edital de participação” seria benéfica na medida em que: (i) facilitaria o acesso e a identificação pelos participantes de mercado ao documento que detalhará o regime de *sandbox* regulatório; e (ii) tornaria mais simples a possível coordenação entre reguladores para instituir um programa de *sandbox* transversal, tendo em vista que a própria Susep previu em sua proposta de regulamentação a existência de “edital de participação” contendo os procedimentos específicos aplicáveis ao seu programa. Nesse sentido, em caso de eventual cooperação entre Susep, CVM e Banco Central, os reguladores poderiam substituir seus respectivos “editais de participação” por um edital de participação unificado.

Caso a CVM considere tal sugestão de mudança normativa pertinente, procuramos reunir no quadro a seguir as principais substituições que poderiam ser feitas ao longo da instrução para garantir a organicidade do novo modelo:

“Art. 3º O Comitê de Sandbox ~~coordenará~~ publicará edital de participação contendo os procedimentos para participação no *sandbox* regulatório, indicando, ~~a cada ciclo~~:  
.....” (NR)

“Art. 11. Caso o Comitê de Sandbox entenda necessário restringir o número máximo de participantes ~~em cada ciclo do *sandbox* regulatório~~, fará constar do relatório de análise referido no caput do art. 9º recomendações de seleção para aceite das propostas.

Parágrafo único. Sem prejuízo da observância de outros critérios de seleção, a serem expressamente informados no ~~comunicado ao mercado~~ edital de participação previsto no ~~§ 1º~~ caput do art. 3º, a eventual seleção para aceite de propostas deve observar os seguintes critérios:

.....” (NR)

“Art. 16. Em até 3 (três) meses após ~~o final de cada ciclo~~ a data de encerramento do programa do *sandbox* regulatório fixado no edital de participação, o Comitê de Sandbox deverá elaborar relatório a ser divulgado ao público, informando seu encerramento e relatando os resultados alcançados.” (NR)

**2.3. Alteração no prazo máximo de autorização temporária (art. 3º, § 3º)**

“Art. 3º O Comitê de Sandbox coordenará os procedimentos para participação no sandbox regulatório, indicando:

.....

III – o prazo da autorização temporária a ser concedida no âmbito do sandbox regulatório, que poderá ser de no máximo 1 (um) ano, ~~ressalvado o disposto no § 3º~~ prorrogável em até 2 (duas) vezes por igual período, totalizando o prazo máximo de até 3 (três) anos.

.....

~~§ 3º A autorização temporária poderá ser prorrogada por até 1 (um) ano após do encerramento do ciclo no qual foi concedida” (NR)~~

**Justificativa**

Entendemos que, do ponto de vista técnico, o prazo máximo para duração da autorização temporária deveria independer do prazo de duração que tenha sido adotado pela CVM para o ciclo em questão. Isto porque, uma eventual mudança na duração de cada ciclo não deveria alterar, a nosso ver, o prazo máximo da autorização a ser concedida para cada participante, o que poderá ser prejudicial aos objetivos do *sandbox* regulatório uma vez que, em nossa visão, essas questões são distintas e assim deveriam ser tratadas.

Portanto, sugerimos a reformulação da parte final do inciso III e a remoção do § 3º, de modo a deixar claro que, como regra geral, o prazo da autorização seria de 1 (um) ano. Somado a isso, sugerimos que seja admitida a renovação da autorização por até duas vezes, totalizando um prazo máximo de 3 (três) anos de duração da autorização temporária que tenha sido concedida ao participante dentro do regime de *sandbox*. Em se tratando de um prazo máximo, nada impede que a CVM opte por não promover uma terceira renovação do programa de *sandbox* caso entenda que esse prazo seria excessivo para determinado participante.

Ambas propostas (desvinculação do prazo máximo aos “ciclos” e extensão do prazo para 3 anos) seguem a mesma linha determinada pela minuta de regulamentação da Susep, a qual em seu art. 4º estabelece que: “A Susep publicará edital de participação para processo seletivo do projeto de inovação/Susep, o qual

deverá prever: I - o prazo de participação no projeto de inovação/Susep, não podendo ser superior a 36 (trinta e seis) meses, contados a partir da data efetiva da autorização temporária expedida pela Susep” (grifamos). Nesse sentido, imaginando-se a possibilidade de convênio entre CVM e Susep para instituição de um programa de *sandbox* conjunto para o mercado de capitais e de seguros, o alinhamento entre essas regras seria desejável.

### 3. Procedimentos para análise e seleção dos participantes

#### 3.1. Critérios de elegibilidade (art. 5º)

“Art. 5º São critérios mínimos de elegibilidade para participação no **sandbox** regulatório:

I – a atividade deve se enquadrar no conceito de modelo de negócio inovador, nos termos do art. 2º, IV;

~~II – o modelo de negócio inovador deve ser conduzido primariamente dentro do mercado de valores mobiliários brasileiro, ainda que suas atividades possam se expandir para outras jurisdições;~~

.....” (NR)

#### **Justificativa**

Em relação ao critério de “modelo de negócio inovador”, sugerimos a remissão ao inciso IV do art. 2º da Minuta, de modo a esclarecer que tal conceito encontra-se detalhado no rol de termos definidos pela norma.

Em relação ao critério estabelecido no inciso II do art. 5º, sugerimos sua exclusão por entendermos que a competência da CVM para conceder autorização temporária para realização de uma atividade regulada se restringe às atividades desenvolvidas no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Portanto, o proponente do *sandbox* regulatório deverá necessariamente conduzir suas atividades dentro do Brasil para que esteja apto a aplicar para o programa junto à CVM.

Ademais, entendemos que a imposição de que os negócios sejam conduzidos “*primariamente dentro do mercado de valores mobiliários brasileiro*” traz uma restrição desnecessária para eventuais proponentes. Nessa linha, uma empresa inovadora que atua primordialmente no exterior, mas que tem a intenção de ingressar no mercado de

capitais brasileiro, não deveria estar excluída do rol de participantes elegíveis para *sandbox* regulatório da CVM.

A título exemplificativo, os critérios de elegibilidade da FCA e do MAS não contêm requisito similar ao inciso II do art. 5º. No caso do regulador inglês, são exigidos tão somente os seguintes critérios para que o proponente seja elegível: (i) negócio contribui para indústria financeira; (ii) introdução de inovação genuína; (iii) benefício aos consumidores; (iv) necessidade de *sandbox*; e (v) entendimento da regulação. Já o regulador de Cingapura optou por aplicar (além dos critérios anteriormente mencionados) os seguintes critérios adicionais: (vi) o proponente deve fornecer meios para mitigar riscos advindos do serviço; e (vii) os limites de seu negócio devem estar claramente estabelecidos, bem como sua estratégia de saída deve estar bem delimitada.

Desse modo, nenhum dos reguladores supracitados exige que o participante atue “primariamente” dentro de suas respectivas jurisdições. Vale ressaltar, ainda, que algumas FinTechs brasileiras já aplicaram e foram aceitas no programa de *sandbox* regulatório do FCA, o que demonstra a abertura desse regulador para receber empresas inovadoras de todo o mundo que desejem prestar seus serviços na Inglaterra, independente da jurisdição na qual possui a maior parte de suas operações.

### **3.2. Sigilo das propostas encaminhadas (novo art. 7º e art. 10)**

*“Art. 7º As propostas de que trata o art. 6º terão caráter sigiloso, de modo que as informações fornecidas pelos proponentes sobre seus respectivos negócios não serão objeto de divulgação a terceiros.”*

*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.*

*Parágrafo único. Caso seja instituída parceria entre a CVM e as entidades descritas no caput, o Comitê de Sandbox deverá adotar procedimentos que assegurem o caráter sigiloso das propostas encaminhadas, nos termos do art. 7º.” (NR)*

### **Justificativa**



Entendemos que o tratamento sigiloso das informações e documentos sobre o modelo de negócios de cada proponente e que tenha sido por eles enviados, tem uma importância central para o sucesso do *sandbox* regulatório. Especialmente se considerarmos que os proponentes devem ser empresas genuinamente inovadoras, cujo modelo de negócios não está amplamente difundido no mercado de valores mobiliários, portanto, a preocupação com o sigilo de tais informações se mostra ainda mais importante, já que o acesso a informações sensíveis (do ponto de vista comercial) por potenciais concorrentes dos participantes poderia significar uma perda de oportunidade em relação aos potenciais entrantes.

Nesse sentido, sugerimos a inclusão de um dispositivo específico (art. 7º, considerando a atual numeração da Minuta) para instituir como regra que as informações fornecidas à CVM não possam ser compartilhadas com terceiros.

Tal questão foi abordada no Relatório do MAS (p. 12), de maneira que órgão regulador passou a adotar uma estratégia intermediária para atingir o equilíbrio entre a necessidade de transparência no processo de seleção, de um lado, e o requisito de proteção dos dados confidenciais dos candidatos, de modo a proteger suas vantagens competitivas no mercado, de outro. Assim, somente informações das candidaturas aprovadas serão publicadas no site do MAS, sempre considerando e respeitando a confidencialidade das informações de propriedade intelectual da empresa (*Guidelines* MAS, p. 9). É possível observar que as mesmas diretrizes são aplicadas pela FCA, o qual publica, em seu endereço eletrônico, apenas o nome e uma descrição sintética da atividade das empresas cuja participação no programa foi aprovada.

Considerando que a CVM poderá firmar parcerias com terceiros visando otimizar o processo de análise e seleção das propostas encaminhadas, também consideramos pertinente a inserção de parágrafo único no art. 10, de modo a assegurar o caráter sigiloso dessas informações no contexto de uma eventual parceria. Um procedimento eficaz para esses casos, por exemplo, seria a exigência por parte da CVM que todas as entidades parceiras (e os respectivos funcionários envolvidos no processo) firmem um acordo de confidencialidade com a CVM, de modo a resguardar a confidencialidade das informações compartilhadas.

**4. Sugestões complementares para aprimoramento do sandbox regulatório**

**4.1. FAQ**

Em linha com o exposto acima, entendemos ser pertinente a criação de uma seção no endereço eletrônico da CVM ou, ainda, de um documento eletrônico contendo as principais diretrizes, tanto do sandbox regulatório quanto do processo de seleção. A pretensão é a de que a CVM possa esclarecer, por meio de perguntas e respostas pré-definidas, pontos que possam gerar dúvida aos proponentes, por exemplo, a respeito dos critérios de elegibilidade do art. 5º da Minuta e os principais indícios de que o proponente os satisfaz ou não. A título exemplificativo, a FCA possui página eletrônica que traz essas informações e a MAS disponibiliza, em seu site, o *Guidelines MAS*, que cumpre essa função.

\* \* \*

Sendo, então, o que nos cabe para o momento, renovamos nossos protestos da mais elevada estima e consideração, nos colocando à disposição desta D. CVM para discutir as sugestões ora encaminhadas.

Atenciosamente,

**José Luiz Homem de Mello**

**Tatiana Guazzelli**

**Augusto Coutinho Filho**

**Giovana Treiger Grupenmacher**