

Rio de Janeiro, 11 de outubro de 2019

À

**Superintendência de Desenvolvimento de Mercado da Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”)**

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

Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Centro  
Rio de Janeiro/RJ – CEP 20040-901

Ref.: **Audiência Pública SDM Nº 05/19 acerca das regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório).**

Ilustríssimo Senhor Superintendente,

Com base no Edital de Audiência Pública SDM nº 05/19 (“**Edital**”), que dispõe acerca das regras para constituição e funcionamento do *sandbox* regulatório em que poderão ser concedidas autorizações temporárias para que as pessoas jurídicas possam testar modelos de negócios inovadores em atividades regulamentadas no mercado de valores mobiliários.

Para fins de organização do presente documento, apresentamos, em resposta formal aos itens mencionados, a formulação da estrutura de análise de cada item de forma independente.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,

  
**LEONARDO COTTA PEREIRA**

  
**IHURY DARMONT**

<b>Audiência Pública SDM nº 05/19</b>
---------------------------------------

## 1. CONTEXTO

A proposta principal desta Autarquia Federal é no sentido de estabelecer regramento para constituição e funcionamento eficiente de *sandbox* regulatório em que poderão ser concedidas autorizações temporárias para que as pessoas jurídicas possam testar modelos de negócios inovadores em atividades regulamentadas no mercado de valores mobiliários, com vistas ao fomento à inovação e desenvolvimento dentro do mercado financeiro e de capitais.

O Edital se encontra alinhado com a agenda político-econômica do Governo Federal em estabelecer um ambiente de estímulo ao desenvolvimento de atividades empresárias tecnológicas e modelos de negócios disruptivos no mercado financeiro. Neste sentido, a proposta da CVM é alinhada ao Decreto nº 9.319, de 21 de março de 2018, assim como às diretrizes e estudos elaborados pelo Ministério da Economia, pelo Banco Central do Brasil, por órgãos internacionais congêneres e por outras entidades privadas.

Neste sentido, é importante esclarecer que a implementação do *sandbox* regulatório no Brasil é de extrema importância para o incentivo aos empresários brasileiros e estrangeiros para o desenvolvimento de novas empresas que venham a contribuir positivamente para a economia, desconcentrando o mercado financeiro com o consequente aumento de competitividade e aprimoramento dos serviços e produtos financeiros oferecidos à população.

Dessa forma, a CVM busca com esta nova medida trazer benefícios ao desenvolvimento e aprimoramento do mercado financeiro e de capitais por meio de três canais principais: **(i)** estímulo à competição entre prestadores de serviços e fornecedores de produtos financeiros por meio da redução do tempo e do custo para implementar ideias inovadoras; **(ii)** promoção da inclusão financeira mediante lançamento de produtos e serviços financeiros menos custosos e mais acessíveis; e **(iii)** redução da incerteza regulatória na implementação de inovações e possível aprimoramento do arcabouço regulatório aplicável às atividades regulamentadas.

Adicionalmente, conforme exposto no próprio Edital, a CVM reconhece que o *sandbox* regulatório é uma política que não somente promove o estímulo ao mercado, mas também oferece um espaço de aprendizagem para as entidades de controle, na medida em que por intermédio do *sandbox* regulatório, estas poderão ter um ambiente de observação e de testes contribuindo para o aprendizado direto acerca das novas tendências, exigências e falhas de mercado, as quais,

indubitavelmente, são dinâmicas e necessitam de acompanhamento técnico constante.

Ainda, em termos de experiência internacional, como bem apontou esta Autarquia Federal, o *sandbox* regulatório vem sendo interpretado como uma medida extremamente satisfatória ao desenvolvimento do mercado financeiro. A propósito, cumpre destacar a prática estabelecida no Reino Unido, a qual já em 2019, realizou seu 5º *cohort*, que contou com mais de 99 pedidos de participação por empresas que operam tanto domesticamente quanto em outras jurisdições.

Neste sentido, a Financial Conduct Authority divulgou que a maioria dos pedidos de participação aceitos no 5º *cohort* foi de empresas que atuam com propostas focadas em aumentar a acessibilidade e modernização de serviços financeiros para o mercado como um todo, com especial relevo às empresas que buscam opções para consumidores considerados como vulneráveis.

Em conclusão, resta claro que a adoção do *sandbox* regulatório é essencial para o mercado brasileiro, sendo uma política legislativa positiva e já bem testada em outras jurisdições, com resultados palpáveis no aumento do interesse de empresários no investimento em atividades novas e modelos de negócios disruptivos que buscam tornar o mercado financeiro e de capitais ambientes mais eficientes, seguros e equânimes, com o aumento da competição, aprimoramento dos serviços e produtos financeiros, desoneração da cadeia de investimento e um acesso mais justo ao público em geral.

### **1.1. Critérios de Elegibilidade**

Um dos pontos de maior relevância na proposta desta Autarquia Federal é no sentido de estabelecer critérios de elegibilidade claros, objetivos e justos à promoção de um *sandbox* regulatório eficiente expostos no artigo 5º da Minuta do Edital ("**Minuta**"). Neste sentido, a CVM busca receber dos participantes desta Audiência Pública opiniões formais acerca da adequação e suficiência dos critérios estabelecidos na Minuta, bem como eventuais outras restrições ou sugestões para a participação no *sandbox* regulatório.

Dessa forma, primeiramente entendemos que a definição adotada pela CVM acerca do conceito de modelo de negócio inovador, representada pela atividade empresarial que, alternativamente: **(a)** *utilize tecnologia inovadora ou faça uso inovador de tecnologia*; **(b)** *desenvolva produtos ou serviços que ainda não sejam oferecido no mercado de valores mobiliários*; ou que **(c)** *promova ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação de acesso a produtos ou serviços atinentes ao mercado de valores mobiliários*; é, de fato, a mais adequado, na

medida em que sua abrangência é ampla e concede tratamento isonômico às mais diversas iniciativas empresariais do segmento, independentemente de porte econômico.

Não obstante, nossa crítica advém da interpretação sistemática do conceito acima, com o critério de elegibilidade cumulativo exposto ao item III, do artigo 5º da Minuta, na medida em que a CVM estabelece que o proponente deve demonstrar possuir capacidades financeiras suficientes para desenvolver as atividades pretendidas. Tal exigência demonstra um possível impedimento à isonomia de empresas de menor porte econômico, como *startups*, tendo em vista que não é objetiva ao estabelecer quais seriam os parâmetros para a análise da capacidade econômico-financeira de tais empresas, sendo a análise, conforme prevista na Minuta, discricionária e de difícil superação em eventual discussão administrativa.

Isto posto, recomenda-se, neste ponto, que a CVM estabeleça uma ressalva na norma orientando de forma mais objetiva quais seriam os parâmetros de análise da capacidade econômico-financeira das empresas proponentes, para que, assim, se evite a criação de um ambiente que desfavoreça o pequeno e médio empresário e apenas favoreça empresas de grande porte ou as que tenham acesso a terceiros financiadores, que não é a realidade isonômica no cenário político-econômico brasileiro atual.

## **1.2. Critérios de Aceite de Propostas em Ambiente de Restrição de Participantes no Ciclo.**

Uma questão bem relevante apresentada na Minuta é a exposta ao artigo 11, que apresenta a possibilidade de restrição do número de participantes no ciclo do *sandbox* regulatório pelo Comitê, caso este entenda que tal restrição deva ser adotada em benefício ao ciclo.

De fato, conforme pode ser observado na prática internacional, a possibilidade de restrição é essencial ao desenvolvimento regular e eficaz do *sandbox* regulatório. Claramente, tal mecanismo é essencial tendo em vista as próprias limitações na atividade de controle da Autarquia, uma vez que se o *sandbox* fosse de adoção irrestrita, com certeza não seria possível atender à própria finalidade de análise, controle efetivo e desenvolvimento de todas as atividades beneficiadas.

Não obstante, nossa crítica advém dos critérios de desempate estabelecidos nos itens do parágrafo único, do artigo 11 da Minuta, na medida em que

acreditamos que os itens devam ser fixados em ordem de preferência e com algumas alterações conforme será exposto.

Neste sentido, o aludido dispositivo estabelece que a eventual seleção para aceite de propostas deve observar os seguintes critérios:

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

*I - presença e relevância de inovação tecnológica no modelo de negócio;*

*II - estágio de desenvolvimento do negócio, privilegiando as atividades que já estejam prontas para entrar em operação;*

*III - magnitude do benefício esperado para clientes, investidores e demais partes interessadas, ou para o desenvolvimento do mercado; e*

*IV - potencial de inclusão financeira e ampliação do acesso do público ao produto ou serviço.*

Primeiramente, entendemos que o item IV deve ser o primeiro na ordem de preferência na análise pelo Comitê, na medida em que a inclusão financeira e ampliação do acesso ao público do produto e serviço financeiro no Brasil representa a maior preocupação e necessidade imediata da população. Neste sentido, permita-se abrir parênteses para ressaltar o resultado da pesquisa realizada pelo Instituto Locomotiva que apresenta o dado que atualmente o Brasil possui mais de 45 milhões de cidadãos "desbancarizados".

Ou seja, em um país com tamanha desigualdade em questões de acesso a serviços e produtos financeiros, entendemos ser o critério mencionado o que deva, pelo menos em um primeiro momento, como ação afirmativa, ser o prevalente na ordem de preferência na análise do Comitê em caso de desempate.

Em segundo lugar, entendemos que o item III deva ser alterado, de forma que a magnitude do benefício esperado para clientes ou desenvolvimento do mercado constitua critério autônomo da magnitude para investidores e demais partes interessadas, sendo este, em nossa opinião o último item a ser considerado por ser consectário lógico-econômico do próprio investimento que será atendido impreterivelmente pelo mercado, sem necessidade de intervenção pública.

Com efeito, por mais que o interesse do investidor seja um ponto diretamente relacionado ao desenvolvimento das atividades empreendidas, entendemos que o foco de desempate deve ser o atendimento ao benefício econômico pretendido pela empresa aos clientes e ao mercado, sendo o interesse do investidor regulado pelo efeito natural do próprio mercado.

Por fim, entendemos que o item I deveria gozar de preferência em relação ao item II, na medida em que a verificação da efetiva presença e relevância da inovação no modelo de negócio de fato é um passo anterior à análise do estágio de desenvolvimento da atividade.

Dessa forma, nossa sugestão é no sentido de estabelecer o dispositivo de forma a criar uma ordem de preferência na análise dos critérios de desempate, com a alteração do dispositivo para a sugestão abaixo:

*Parágrafo único. Sem prejuízo da observância de outros critérios de seleção, a serem expressamente informados no comunicado ao mercado previsto ao § 1º do art.3, a eventual seleção para aceite de propostas deve observar os seguintes critérios, que serão analisados em obediência à seguinte ordem de preferência:*

*I - potencial de inclusão financeira e ampliação do acesso do público ao produto ou serviço.*

*II - presença e relevância de inovação tecnológica no modelo de negócio;*

*III - estágio de desenvolvimento do negócio, privilegiando as atividades que já estejam prontas para entrar em operação;*

*IV - magnitude do benefício esperado para clientes ou para o desenvolvimento do mercado; e*

*V - magnitude do benefício esperado para investidores e demais partes interessadas.*

Isto posto, entendemos que o parágrafo único, do artigo 11 da Minuta deva ser alterado para refletir um ambiente mais adequado ao atendimento do objetivo central atual de democratização e desenvolvimento do mercado financeiro e de capitais no Brasil.

### **1.3. Recurso Administrativo**

O último ponto a ser abordado em nossa opinião formal acerca desta Audiência Pública diz respeito à ausência na Minuta de um mecanismo formal de recurso das decisões do Comitê.

Com efeito, entendemos a necessidade de agilidade na realização do procedimento do *sandbox* regulatório sob pena de inviabilização de seus objetivos. Contudo, tendo em vista que o *sandbox* regulatório é por natureza um instituto com regras bem subjetivas, não podemos excluir a necessidade de estabelecimento na Minuta de um regramento específico para pedido de reconsideração e recurso administrativo das decisões proferidas pelo Comitê.

Nesse sentido, nossa preocupação ganha maior relevância no que cabe à análise da proposta e no cenário de restrição de participantes do ciclo do sandbox regulatório.

Respectivamente, conforme se extrai da análise das regras do *sandbox* regulatório proposto pela CVM, a análise das propostas é um ato com diretrizes - muitas das vezes por necessidade do próprio instituto - muito subjetivas e que assim, podem gerar potenciais conflitos e prejuízos a determinadas atividades que não sejam enquadradas nos critérios de elegibilidade.

Tal preocupação ganha ainda mais relevância no que cabe à análise da capacidade econômico-financeira da empresa, na medida em que pode representar um mecanismo de exclusão de pequenos e médios empresários, bem como no cenário em que o Comitê entenda ser necessária a restrição do número de participantes do ciclo, sendo certo que os critérios de desempate, mesmo que adotados da forma ora sugerida, comportam alto nível de subjetividade.

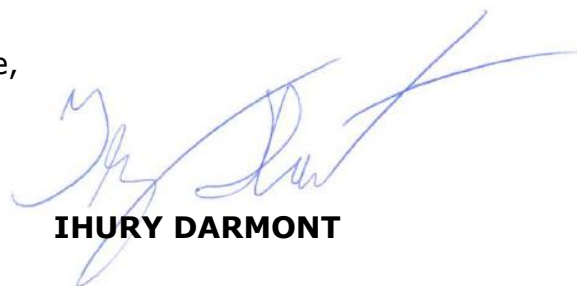
Isto posto, entendemos que a Minuta carece no que cabe ao estabelecimento de um mecanismo formal de pedido de reconsideração e recurso administrativo das decisões do Comitê para a análise: **(i)** dos critérios de elegibilidade; e **(ii)** dos critérios de desempate em cenários de restrição do número de participantes do ciclo.

Sendo o que nos cumpria para o momento, permanecemos à sua inteira disposição para prestar quaisquer esclarecimentos que se façam necessários.

Atenciosamente,



**LEONARDO COTTA PEREIRA**



**IHURY DARMONT**