



## PARECER SEI N° 1627/2019/ME

**Ementa:** Edital de Audiência Pública SDM N° 05/2019, que traz minuta de instrução sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório). Disciplina a formação de um sandbox regulatório pela Comissão de Valores Mobiliários.

Processo SEI n° 10099.100511/2019-51

### I

#### 1. Descrição

Trata-se de audiência pública para realizar a constituição e o funcionamento de ambiente regulatório experimental ("sandbox regulatório") em que poderão ser concedidas autorizações temporárias para que pessoas jurídicas possam testar modelos de negócio inovadores em atividades regulamentadas no mercado de valores mobiliários.

A Comissão de Valores Mobiliários (CVM) toma à frente em uma intenção declarada em junho de 2019, pela Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia, pelo Banco Central do Brasil, pela Superintendência de Seguros Privados (Susep) e pela própria Comissão de Valores Mobiliários, de implantar um modelo de sandbox regulatório para o mercado financeiro brasileiro. No comunicado conjunto, as quatro instituições apontam que a iniciativa surge como resposta à transformação que vem acontecendo nos segmentos financeiro, de capitais e securitário.

No Edital da Audiência Pública, a CVM argumentou que esta iniciativa se alinha à Estratégia Brasileira para a Transformação Digital (E-Digital), aprovada pelo Decreto n° 9.319, de 21 de março de 2018, como um passo nas ações estratégicas destinadas a tornar o Brasil um ambiente mais amigável ao empreendedorismo digital.

Um sandbox regulatório é um ambiente de testes para produtos e serviços financeiros controlado pelos reguladores, em que é concedida uma autorização com benesses regulatórias, mas com limitações. Durante o período de testes, são flexibilizados alguns requisitos regulatórios de acordo com o modelo de negócio proposto. Assim, em contrapartida à flexibilização regulatória, os participantes do sandbox regulatório sujeitam-se a monitoramento específico pelos reguladores e à imposição de limites à atuação empresarial durante período de testes, para que sejam preservados a segurança e a eficiência do mercado financeiro.

As experiências de sandbox regulatório no mundo vêm sempre acompanhadas pela expectativa de desenvolvimento de inovações financeiras, de ampliação da inclusão financeira e de melhora na concorrência do mercado que prover serviços financeiros aos consumidores. Da mesma forma, para a sugestão de experiência brasileira, a CVM declara que o ambiente

regulatório experimental pretende trazer benefícios ao desenvolvimento e aprofundamento do mercado financeiro e de capitais por meio de três canais principais: a) 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; b) promoção da inclusão financeira mediante lançamento de produtos e serviços financeiros menos custosos e mais acessíveis; e c) redução da incerteza regulatória na implementação de inovações e possível aprimoramento do arcabouço regulatório aplicável às atividades regulamentadas.

Normalmente, o foco dos reguladores de um sandbox são as empresas financeiras conhecidas como fintechs, que podem ser definidas como empresas que exploram a inovação financeira tecnologicamente habilitada que pode resultar em novos modelos de negócios, aplicativos, processos, ou produtos com impactos nos mercados, nas instituições financeiras e na prestação de serviços financeiros. As tecnologias adotadas têm potencial para proporcionar vários benefícios, como aumento da competitividade, redução dos spreads dos juros, barateamento do crédito, serviços mais rápidos e mais convenientes. Por outro lado, as fintechs também possuem riscos potenciais, tanto riscos micro-financeiros (risco de crédito, risco de maturação, risco de liquidez, riscos operacionais e riscos cibernéticos), como riscos macro-financeiros (problemas sistêmicos, como incentivos para adoção de maior risco por instituições incumbentes e risco de movimento pró-cíclico).

Uma primeira informação relevante para a análise da minuta é que ela trata de sandbox regulatório regulado exclusivamente pela CVM, assim as empresas candidatas devem se limitar a aspectos do mercado de capitais. A CVM, no entanto, possibilita que outros reguladores possam participar posteriormente do sandbox. De toda maneira, deve-se ter isso em mente para a previsão de sucesso da proposta deste sandbox da CVM em sua fase inicial.

Atualmente existe um sandbox de um regulador brasileiro, o LIFT (Laboratório de Inovações Financeiras e Tecnológicas), do Banco Central, lançado em maio de 2018. Mas não é um sandbox regulatório, não há suspensão de medidas regulatórias, nem há a participação de consumidores. É chamado “sandbox setorial”, em que o regulador apoia inovações financeiras em simulações de ambiente virtual. Já no caso da proposta da CVM, haverá testes práticos envolvendo empresas, consumidores e reguladores.

A CVM está consciente das dificuldades do sandbox se limitar apenas à sua jurisdição e observa que podem ocorrer casos em que proponentes à participação no sandbox regulatório da CVM pretendam desenvolver atividades regulamentadas por mais de um regulador. Para solucionar este problema o art. 4º da minuta em consulta estabelece que o Comitê formado por servidores da CVM para analisar as propostas pode estabelecer procedimentos complementares em atividades regulamentadas por mais de um órgão regulador. Neste sentido, apesar de outros reguladores não participarem do Comitê, deverá haver um entendimento entre os diversos reguladores para que algumas propostas sejam analisadas. Certamente, isso vai demandar uma maior proximidade entre os reguladores, o que é bastante bem-vindo, mas também irá demandar que os outros reguladores respondam à CVM com presteza e tempestividade para que não se prejudique o ciclo de análise das propostas.

Cabe considerar, neste aspecto, como mencionado anteriormente, que já houve um comunicado conjunto entre os reguladores em apoio a elaboração de um sandbox regulatório no Brasil. Em todo caso, é um aspecto importante a ser considerada para o sucesso do sandbox: coordenação entre os reguladores.

A CVM, por seu lado, se mostra bastante pronta e desejosa para os desafios do sandbox, quando afirma que tentará viabilizar inclusive testes em jurisdições estrangeiras. Isso é natural, uma vez que as inovações tecnológicas, em geral, possuem características globalizantes, mas isso certamente exigirá uma coordenação internacional para a realização dos testes do sandbox.

O Edital da CVM traz vários exemplos de experiência internacional para sandbox regulatório,

mas basicamente só desenvolve maiores detalhes sobre a experiência que se iniciou em meados de 2016 no Reino Unido. Há um detalhamento do processo regulatório do sandbox britânico e o relato de alguns resultados. Apesar do limitado tempo de análise, apenas três anos, por ter se espalhado por alguns países do mundo, podemos considerar o sandbox britânico como um sucesso.

Em todo caso, uma primeira sugestão importante para a CVM seria a apresentação dos argumentos e das análises quantitativas daqueles que são críticos dos sandboxes regulatórios. O processo envolve vários riscos financeiros e de regulação, é muito relevante que esses riscos sejam detalhados e exemplificados para que sejam evitados na experiência brasileira. Sobre riscos relacionados às fintechs, o GAFI (grupo de Ação Financeira Internacional (em inglês, Financial Action Task Force, ou FATF), que estabelece padrões internacionais de combate às fraudes financeiras globais, determinou a formação de um fórum, chamado FinTech and RegTech Forum, no qual se debate os riscos associados às fintechs. O Financial Stability Board (FSB), órgão que monitora o sistema financeiro global, tratou especialmente dos riscos financeiros das fintechs<sup>[1]</sup>. O FSB argumentou que é importante levar em conta a materialidade e os riscos na avaliação de novas áreas e que também é relevante entender como estão mudando os modelos de negócios de empresas iniciantes e incumbentes e a estrutura do mercado. Para o FSB, deve-se considerar esses pontos de riscos para promover a estabilidade financeira, a inovação responsável e evitar qualquer percalço nos esforços das autoridades para alcançar um sistema financeiro mais inclusivo. No Brasil, em maio de 2019, a Receita Federal, por meio da Instrução Normativa 1.888, de 3 de maio de 2019, anunciou que a partir de agosto deste ano, pessoas físicas, jurídicas e corretoras que realizem operações com criptoativos terão que prestar informações à Receita Federal. A instituição justificou a medida em termos de combate aos crimes financeiros.

Na própria experiência do Reino Unido, relatada pela CVM, vemos que em relação às inovações tecnológicas destaca-se o uso de tecnologia para reduzir custos operacionais e não tecnologias inovadoras para novos produtos financeiros. Além disso, a experiência britânica mostrou a dificuldade das empresas participantes em comprovar viabilidade e competência financeira para proteger a integridade das operações.

A CVM já vislumbrou um pouco esses resultados do sandbox britânico ao definir “modelo de negócio inovador” de maneira ampla, como aquele que: a) utilize tecnologia inovadora ou faça uso inovador de tecnologia; b) desenvolva produto ou serviço que ainda não seja oferecido no mercado de valores mobiliários; ou c) promova ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação do acesso do público em geral a produtos ou serviços do mercado de valores mobiliários.

A autarquia argumentou que a conceituação de negócio inovador pretende contemplar a possibilidade de que a inovação a ser testada não passe necessariamente pelo emprego de tecnologias inovadoras, em linha com a experiência britânica. O sandbox poderá ser acessado por inovações de cunho predominantemente mercadológico.

Pode-se vislumbrar que a decisão de que o modelo inovador se enquadre nos itens “a” e “b” demandará que o Comitê de avaliação conheça as alternativas no mercado brasileiro e no mercado internacional. Para o item “c”, a análise de eficiência e de ampliação do acesso do público podem ser bem subjetivas. Essas questões são normais e até desejáveis em um processo de testes, quando não há conhecimento pleno dos resultados práticos. Em todo caso, as avaliações estarão sujeitas a questões que não são somente quantitativas, assim há riscos evidentes nas análises e falhas podem ser mais corriqueiras.

A minuta esclarece como deve ser a apresentação da proposta pelos proponentes, determinando as informações mínimas que eles devem oferecer para serem recebidos como possíveis empresas a entrarem no sandbox. Os aspectos mínimos são todos bem significantes para avaliar as propostas, com destaque para descrição das regulações que serão dispensadas, sugestões de salvaguardas e para a análise dos principais riscos envolvidos.

Cabe, no entanto, argumentar que deve estar claro que os proponentes tendem a não ser tão rigorosos nas salvaguardas e nos riscos, com receio deles mesmos não inviabilizarem as suas propostas. A CVM terá que levar isso em consideração seja para aprovar ou para negar a aceitação da proposta. Uma inovação disruptiva ou um novo produto financeiro tendem a serem mais penalizados, pois as análises de salvaguardas ou de riscos podem ser muito incipientes.

A minuta estabelece que as salvaguardas serão estabelecidas de forma customizada à realidade de cada modelo de negócio inovador. Essa é a atitude a ser tomada, uma vez que há diversas possibilidades de negócios inovadores, até envolvendo outros reguladores e mesmo jurisdições estrangeiras. No entanto, essa questão pode levar a certa insegurança jurídica caso os modelos sejam muito semelhantes. Certamente, será um processo de “*learning by doing*” (aprendizado no decurso do projeto), mas a CVM deve estar pronta para questionamentos e mesmo para judicialização nesta área. Uma judicialização severa do sandbox pode inviabilizar a iniciativa.

Essa judicialização também se torna possível em casos de suspensão ou cancelamento da autorização temporária ao participante aprovado no sandbox. A CVM pode suspender ou cancelar autorização temporária concedida ao participante do sandbox regulatório a qualquer tempo, por não cumprimento dos deveres estabelecidos na minuta, por falhas operacionais “graves”, pelo entendimento do Comitê da existência de um risco que não foi previsto, e pela existência de irregularidades.

Alguns outros pontos que poderiam ser aperfeiçoados pela CVM são os seguintes:

- O Art. 2º, inciso IV, define o que seria o “modelo de negócio inovador”: A alínea c) admite modelos que “promovam ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação do acesso do público em geral a produtos ou serviços do mercado de valores mobiliários.”. Como as alíneas a) e b) já cobrem o campo de possíveis medidas inovadoras (tecnologia inovadora, uso inovador da tecnologia, oferta de serviço ainda não oferecido), acreditamos que a CVM deveria ser mais específica para evitar uma ampla possibilidade de aceitação no sandbox, evitando a admissão de mais uma possibilidade que, de fato, não contempla nenhuma inovação. Portanto recomendamos à CVM avaliar a pertinência da redação, principalmente diante do fato de que o inciso I do parágrafo único ao art 11 coloca “presença e relevância da inovação tecnológica” como um dos critérios de seleção.
- O art. 3º introduz a noção de “ciclo” sem que ele esteja perfeitamente definido. Entendemos as dificuldades de se estabelecer um “ciclo” de antemão, mas seria adequado que após algumas experiências isso seja possível. Recomenda-se incorporar uma definição formal e completa nas definições.
- O Art. 5, inciso VI, alíneas a) e b), estabelece critérios muito vagos para os padrões de segurança cibernética e de proteção de dados, portanto julgamos que seria recomendável que a CVM avaliasse se deveria definir já no edital os protocolos mínimos a serem seguidos pelos candidatos.

## 2. Do impacto concorrencial

Para avaliar os impactos concorrenciais é utilizada a metodologia desenvolvida pela Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE), publicada no Guia de Avaliação de Concorrência. Um conjunto de questões é verificada na análise de impacto de políticas públicas sobre a concorrência, sendo que o impacto pode ocorrer de quatro formas: limitação no número ou variedade de fornecedores; limitação na concorrência entre empresas; diminuição do incentivo à competição; limitação das opções dos consumidores e da informação disponível.

Em relação ao aspecto concorrencial, gostaríamos de apontar uma possível fragilidade no processo. A CVM declara na nota que acompanha a minuta de edital que “ao final de cada ciclo do sandbox, a CVM avaliará a pertinência e oportunidade de editar ato normativo que conceda dispensas similares a todas as pessoas registradas, ou que pretendam obter registro junto à CVM, para desempenhar a mesma atividade regulamentada”. Essa medida, porém, não está contemplada na minuta de Edital propriamente dita.

Entretanto, no Capítulo V sobre o Encerramento do Ciclo do Sandbox Regulatório, uma das formas descritas para o encerramento da participação no sandbox regulatório prevê a obtenção pelo participante de “registro definitivo junto à CVM para desenvolver a respectiva atividade regulamentada”, procedimento este descrito no § 2º do Art. 17:

*“§ 2º Para solicitar registro definitivo junto à CVM, conforme previsto no inciso IV, o participante poderá manifestar formalmente sua intenção ao Comitê de Sandbox, que o orientará na formulação do pedido de registro e dos eventuais pedidos de dispensa de requisitos regulatórios junto à Superintendência da CVM responsável pela concessão do registro.”*

Esta Seae acredita, portanto, que a Instrução da CVM deve esclarecer melhor como se dará o processo de dispensa de requisitos regulatórios fora da participação no sandbox, deixando mais claro que essa dispensa será estendida aos demais participantes do mesmo modelo de negócio, para que não se abra margem para que algumas empresas possam ter dispensa de requisitos regulatórios enquanto outras não, criando assimetrias regulatórias que diminuem o incentivo à competição. Destarte seria recomendável que a CVM se debruçasse sobre essa questão de forma a complementar o Edital sob esse aspecto.

### 3. Conclusão

Ante o exposto, esta Seae aplaude a iniciativa da CVM quanto ao mérito da proposta mas reconhece que o modelo proposto ainda apresenta dificuldades na gestão do sandbox regulatório, advindas, por exemplo, da necessidade de coordenação com outros reguladores, da avaliação dos riscos e das salvaguardas necessárias para cada modelo de negócio proposto, e também de possíveis judicializações durante a realização do sandbox.

Consideramos que a CVM deveria expor em maiores detalhes os riscos que normalmente envolvem um sandbox regulatório. Além disso, há necessidade de um rito regulamentar claro na norma para a extrapolação do modelo do sandbox para os outros participantes do mercado.

Finalmente, o modelo de sandbox regulatório tem se mostrado uma ferramenta muito importante para a evolução dos marcos regulatórios, tanto para o desenvolvimento de novos modelos negócios no mercado financeiro, como para o aprendizado dos reguladores, potencialmente propiciando a ampliação da concorrência e da inclusão financeira. Assim, não vemos óbice na realização do sandbox regulatório, observadas as sugestões feitas nesta contribuição.

---

[1] Financial Stability Board. (2017). Financial Stability Implications from FinTech - Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention. Disponível em <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/R270617.pdf>

Brasília, 26 de setembro de 2019.

**PEDRO ERIK ARRUDA CARNEIRO**

Chefe de Divisão

De acordo.

Documento assinado  
eletronicamente

**AURÉLIO MARQUES CEPEDA FILHO**

Coordenador

De acordo.

Documento assinado  
eletronicamente

**MARCELO DE MATOS RAMOS**

Subsecretário de Competividade e Concorrência  
em Inovação e Serviços

De acordo.

Documento assinado  
eletronicamente

**CESAR COSTA ALVES  
MATTOS**

Secretário de Advocacia da Concorrência e  
Competitividade



Documento assinado eletronicamente por **Pedro Erik Arruda Carneiro, Chefe de Divisão**, em 26/09/2019, às 11:52, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Aurélio Marques Cepeda Filho, Coordenador(a)-Geral de Concorrência no Sistema Financeiro Substituto(a)**, em 26/09/2019, às 13:51, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



Documento assinado eletronicamente por **Marcelo de Matos Ramos, Subsecretário(a) de Competitividade e Concorrência em Inovação e Serviços**, em 26/09/2019, às 15:08, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).

2015.



Documento assinado eletronicamente por **César Costa Alves de Mattos, Secretário(a) de Advocacia da Concorrência e Competitividade**, em 26/09/2019, às 20:12, conforme horário oficial de Brasília, com fundamento no art. 6º, § 1º, do [Decreto nº 8.539, de 8 de outubro de 2015](#).



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site [http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](http://sei.fazenda.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **4196794** e o código CRC **7E00F69C**.

Referência: Processo nº 10099.100511/2019-51

SEI nº 4196794