

UNIVERSIDADE FEDERAL DE OURO PRETO  
Escola de Direito, Turismo e Museologia  
Departamento de Direito

Beatriz Silva Vidal

**CAPTURA DE INTERESSES E REGULAÇÃO DE *SANDBOXES* PELA  
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS:  
Audiência Pública SDM/2019 e Resolução CVM n° 29**

Ouro Preto  
Janeiro de 2024

Beatriz Silva Vidal

**CAPTURA DE INTERESSES E REGULAÇÃO DE *SANDBOXES* PELA  
COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS:  
Audiência Pública SDM/2019 e Resolução CVM nº 29**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Departamento de Direito da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção de título de Bacharel em Direito.

Orientador: Prof. Dr. Roberto Henrique Pôrto Nogueira.  
Coorientadora: Kelly Christine Oliveira Mota de Andrade

Ouro Preto  
Janeiro de 2024



## FOLHA DE APROVAÇÃO

**Beatriz Silva Vidal**

**CAPTURA DE INTERESSES E REGULAÇÃO DE SANDBOXES PELA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS: Audiência Pública SDM/2019 e Resolução CVM nº 29**

Monografia apresentada ao Curso de Direito da Universidade Federal de Ouro Preto como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito

Aprovada em 21 de fevereiro de 2024.

Membros da banca:

Prof. Dr. Roberto Henrique Pôrto Nogueira – Orientador - Universidade Federal de Ouro Preto

Profa. Kelly Christine Oliveira Mota de Andrade – Coorientadora - Universidade Federal de Ouro Preto – PPGD – Mestranda

Prof. Dr. Felipe Comarela Milanez – Universidade Federal de Ouro Preto

Profa. Dra. Leila Bitencourt Reis da Silva – Universidade Federal de São João Del Rey

Prof. Dr. Roberto Henrique Pôrto Nogueira – orientador do trabalho, aprovou a versão final e autorizou seu depósito na Biblioteca Digital de Trabalhos de Conclusão de Curso da UFOP em 22 de fevereiro de 2024.



Documento assinado eletronicamente por **Roberto Henrique Porto Nogueira, PROFESSOR DE MAGISTERIO SUPERIOR**, em 22/02/2024, às 20:43, 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.ufop.br/sei/controlador\\_externo.php?acao=documento\\_conferir&id\\_orgao\\_acesso\\_externo=0](http://sei.ufop.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0), informando o código verificador **0672255** e o código CRC **D25A2E5F**.

*“Assumir a nossa história pode ser difícil, mas não tão difícil como passarmos nossas vidas fugindo dela. Abraçar nossa vulnerabilidade é arriscado, mas não tão perigoso quanto desistir do amor, do pertencimento e da alegria.”*

Brené Brown

## **AGRADECIMENTOS**

Estar escrevendo essas breves palavras representa o encerramento de um ciclo, repleto de aprendizados e boas histórias a serem contadas. A alguns poucos a vida e os privilégios geracionais reservam a oportunidade de estudar em uma Universidade Pública, seletivo grupo do qual fiz parte, se é que me permitem ser bem generalista.

Quando entrei na UFOP um sentimento de “ser uma pessoa especial”, talvez até melhor que as outras, tomou conta de mim, algo que com o passar dos anos foi se esvaziando. Nesse momento de saída o sentimento é outro, de querer que outras pessoas, e que cada vez mais pessoas tenham essa mesma chance de vivenciar essa experiência, que inclusive modificou aquele pensamento completamente desconexo que eu tinha.

O ensino público, gratuito e de qualidade é transformador, faz com que consigamos observar coisas de locais muito diferentes, os quais nem todos estão prontos a ouvir e enxergar. É nosso papel enquanto cidadãos buscar, sempre que possível, a inclusão de todos e o desenvolvimento coletivo, objetivando que algum dia possamos ter um país mais justo e igualitário, onde todos consigam viver com um mínimo de dignidade e alcancem uma das coisas mais simples, mas ao mesmo tempo mais custosas da vida, a felicidade.

É com muita felicidade e gratidão que encerro esse ciclo. Poucas seriam as linhas para mencionar a todos que me acolheram e acompanharam nesses últimos anos, mas quando somos importantes para alguém, não é necessário que isso seja reafirmado a todo tempo, sabemos e sentimos. A todos os amigos e aqueles que foram passageiros nesse tempo, meu muito obrigada!

## RESUMO

O presente trabalho resulta de uma investigação baseada em pesquisa bibliográfica e documental. A pesquisa documental concentra-se na análise da Audiência Pública SDM 05/2019 realizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), voltada a examinar a minuta do programa do *sandbox* regulatório, incluindo a coleta de manifestações subjetivas enviadas pela sociedade. Os marcadores analíticos consideram as Teorias da Regulação, com ênfase na Teoria da Regulação Econômica de Stigler (1971). Inicialmente, uma revisão histórica das Teorias da Regulação é apresentada para posicionar o referencial teórico diante das teorias existentes, tais como a teoria do interesse público, a teoria da captura e a teoria econômica da regulação. Em seguida, são delineadas, conforme o substrato Stigler (1971), características que possam servir à aferição de existência de captura de interesse, com destaque à concentração de interesses, ao baixo envolvimento do público, à informação assimétrica, aos custos de organização e ao *lobby*, à dispersão de custos e benefícios e ao poder de monopólio da agência reguladora. Alcançada a compreensão da sistemática do *sandbox* regulatório no Brasil e da competência da CVM, é realizado estudo documental dos arquivos disponíveis na página institucional da autarquia relacionados à Audiência Pública. Finalmente, discutidos os resultados, conclui-se que os indícios verificados não parecem ser suficientes para afirmar com segurança a existência de captura da regulação por interesses privados.

**Palavras-chave:** audiência pública; captura de interesse; regulação; *sandbox* regulatório; teorias da regulação.

## ABSTRACT

This work is the result of an investigation based on bibliographic and documentary research. The documentary research focuses on the analysis of the Public Hearing SDM 05/2019 carried out by the Securities and Exchange Commission (CVM), aimed at examining the draft regulatory sandbox program, including the collection of subjective statements sent by society. The analytical markers consider Regulation Theories, with an emphasis on Stigler's Theory of Economic Regulation (1971). Initially, a historical review of Regulation Theories is presented to position the theoretical framework in relation to existing theories, such as the public interest theory, the capture theory and the economic theory of regulation. Next, according to the Stigler (1971) framework, characteristics that can serve to assess the existence of interest capture are outlined, with emphasis on concentration of interests, low public involvement, asymmetric information, organizational costs and lobby, the dispersion of costs and benefits and the monopoly power of the regulatory agency. Once an understanding of the regulatory sandbox system in Brazil and the CVM's competence has been achieved, a documentary study of the files available on the authority's institutional page related to the Public Hearing is carried out. Finally, having discussed the results, it is concluded that the evidence found does not seem to be sufficient to confidently affirm the existence of regulatory capture by private interests.

**Keywords:** public hearing; capture of interest; regulation; regulatory sandbox; regulation theories.

## **LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS**

**BACEN** – Banco Central do Brasil

**CVM** – Comissão de Valores Mobiliários

**DOU** – Diário Oficial da União

**FEBRABAN** – Federação Brasileira de Bancos

**IN** – Instrução Normativa

**LC** – Lei Complementar

**MPGO** – Ministério Público do Estado de Goiás

**SDM** – Superintendência de Desenvolvimento de Mercado

**SFN** – Sistema Financeiro Nacional

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	9
<b>2 REFERENCIAL TEÓRICO</b> .....	12
<b>2.1 Teorias da Regulação</b> .....	12
<b>2.1.1 Teoria do Interesse Público</b> .....	12
<b>2.1.2 Teoria da Captura</b> .....	14
<b>2.1.3 Teoria Econômica da Regulação</b> .....	15
<b>2.2 A Regulação Econômica por Stigler</b> .....	22
<b>3 A SISTEMÁTICA DOS SANDBOXES NO CENÁRIO NORMATIVO NACIONAL</b> .....	30
<b>3.1 Sistema Financeiro Nacional</b> .....	30
<b>3.2. Sandbox Regulatório no Brasil</b> .....	31
<b>4 A COMPETÊNCIA REGULAMENTAR DA CVM</b> .....	36
<b>4.1 Competência Regulamentar da CVM</b> .....	36
<b>4.2 O conteúdo da Audiência Pública SDM n.º 05/2019</b> .....	39
<b>4.2.1 O Edital da Audiência Pública SDM n.º 05/2019</b> .....	39
<b>4.2.2 Manifestações Subjetivas da Audiência Pública SDM n.º 05/2019</b> .....	46
<b>5 MANIFESTAÇÕES SUBJETIVAS NA SDM 05/2019: UMA PERSPECTIVA REGULATÓRIA</b> .....	60
<b>5.1 Percepções e Reflexões do estudo</b> .....	60
<b>5.2 Teoria da Regulação Econômica: uma análise aplicada ao conteúdo da Audiência Pública SDM 05/2019</b> .....	65
<b>6 CONSIDERAÇÕES FINAIS</b> .....	72
<b>REFERÊNCIAS</b> .....	74

## 1 INTRODUÇÃO

A temática das *sandboxes* regulatórias já se situa nos debates jurídico-econômicos há algumas décadas, apesar de ter alcançado espaço na legislação brasileira há pouco menos de 3 anos, por meio da Lei Complementar n.º 182/2021 (Brasil, 2021), de maneira específica no artigo 11. Tal normativa autoriza entidades com competência de regulamentação setorial a regulamentarem, de forma individual ou em colaboração, programas de ambiente regulatório experimental, conhecidos como *sandboxes* regulatórios. Em uma primeira análise, a introdução legislativa é bastante sucinta, de forma a permitir que, dentro dos limites das normas pátrias, exista uma margem considerável de autonomia para cada órgão regulador.

A entidade sobre a qual se realiza o presente trabalho é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM). O *sandbox* foi desenvolvido no âmbito da CVM antes mesmo de haver legislação específica, tendo sido uma iniciativa conjunta com o Banco Central do Brasil (BACEN) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP). A comunicação respectiva foi repassada ao público por meio do Comunicado Conjunto de 13 de junho de 2019 (Brasil, 2019b).

O site institucional da autarquia elucida o conceito de *sandbox* regulatório como sendo “[...] um ambiente experimental em que os participantes admitidos receberão autorizações temporárias e condicionadas para desenvolver inovações em atividades regulamentadas no mercado de capitais, e terão sua trajetória monitorada e orientada pela CVM [...]” (Brasil, 2020b).

A inovação legislativa trazida pela lei complementar em referência possui como base experiências internacionais satisfatórias, como pode ser observado, inclusive, por meio do edital de audiência pública da Superintendência de Desenvolvimento de Mercado (SDM) n.º 05/2019<sup>1</sup>, realizada com o objetivo de conhecer a opinião do público no tocante ao regime informacional proposto. A minuta é um anexo do edital, disponível no site da CVM (Anexo A - EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N.º 05/19).

Com base na audiência pública SDM n.º 05/2019, foi desenvolvida a Instrução Normativa (IN) CVM n.º 626 e o fluxograma de processo de admissão de participantes para os editais que viriam a ser desenvolvidos. A IN citada, posteriormente, foi revogada pela Resolução CVM n.º 29. Contudo, tal alteração não prejudica o estudo proposto, até porque a própria CVM já se manifestou no sentido de não ter havido mudança substancial nos

---

<sup>1</sup> Ao longo do edital, diversas experiências de *sandboxes* internacionais são citadas, contando um pouco de suas especificidades legislativas e resultados obtidos nas iniciativas já realizadas. Os países citados como referência na redação do edital e da minuta foram Reino Unido, Cingapura, Austrália e México.

dispositivos (o ajuste da normativa deu-se, especialmente, à promulgação do Decreto n.º 10.139/19, que estabeleceu a revisão de diversas normativas da CVM, assim como de diversos órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional, delimitando prazos fatais para que isso ocorresse.

Este trabalho tem como referência a Teoria de Oferta da Regulação (*Theory of Supply of Regulation*) de George Joseph Stigler (1971). Tal teoria busca demonstrar a existência potencial do interesse privado regulamentado, discorrendo sobre o processo de oferta e demanda de regulação e os principais efeitos observados. Para Stigler (1971), a figura do agente público benevolente inexistente e, diante disso, devem advir, em diversos casos, interesses privados regulados como se públicos fossem. Além disso, os agentes políticos reguladores tendem a ser articulados para que a indústria consiga benefícios a partir da normatização.

Por meio do estudo do conteúdo relativo à Audiência Pública SDM/2019, acessível na página institucional e das repercussões havidas para a Resolução CVM n.º 29, indaga-se o eventual direcionamento de regulação (captura), apreciado conforme as manifestações subjetivas<sup>2</sup> e correlações normativas. Diante disso, investiga-se o potencial favorecimento à captura de interesses no processo preliminar à regulação de *sandboxes* pela CVM, que resultou na Resolução CVM n.º 29. O universo documental desenha-se conforme os documentos correlatos estejam disponíveis na página institucional da autarquia. O exame será realizado a partir de características levantadas no estudo da teorização posta por Stigler (1971), as quais serão empregadas como marcadores de julgamento das manifestações subjetivas da audiência e dos debates que delas eventualmente decorrem. A hipótese a ser testada, portanto, é a da possibilidade de constatação do favorecimento à captura da regulação por interesses particulares quando das etapas que culminam na normativa em apreço.

A abordagem metodológica utilizada será a qualitativa proposta por Deslauriers (1991, p. 58 *apud* Gil, 2007), que, diante da probabilidade de imprecisão da robustez dos achados acerca do fenômeno da regulação conforme interesses privados, autoriza reflexões que não se aprisionam nos predicados inicialmente postos em perspectiva. Assim, os objetivos de pesquisa são exploratórios (Gil, 2007) e buscados em pesquisa aplicada ao estudo de caso. A exploração documental, a seu turno, permite considerar apenas o acervo restrito das instruções normativas, documentos informacionais e resoluções aplicáveis, desde que haja a promoção do acesso por parte da CVM.

---

<sup>2</sup> Manifestação subjetiva é a maneira como a CVM nomeou as sugestões enviadas por particulares para a Audiência Pública SDM n.º 05/2019, conforme se observa no edital e no relatório da audiência.

O primeiro capítulo da pesquisa tem por objetivo uma análise histórica das teorias da regulação, inclusive aquela proposta por Stigler (1971) e, por fim, a compilação das características apontadas pelo autor para configuração da captura.

O segundo capítulo é destinado aos estudos das *sandboxes* no cenário normativo nacional, em especial, de sua introdução e regulação legislativa.

O terceiro capítulo examina a competência regulamentar da CVM, e, posteriormente, analisa, de maneira mais específica, as questões relativas à Audiência Pública SDM/2019.

O quarto capítulo dedica-se à observação das exposições feitas sobre a Audiência Pública SDM/2019 a partir das características elencadas no estudo da Teoria da Regulação Econômica de Stigler (1971). Por fim, objetiva-se uma exposição dos principais resultados para, com a sua discussão, apurar as conclusões pertinentes.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Esta seção volta-se à brevíssima digressão histórica sobre as teorias da regulação, de forma a permitir uma contextualização da Teoria da Regulação Econômica. Desse modo, no primeiro momento, apresentam-se as Teorias do Interesse Público, da Captura e Econômica da Regulação para, posteriormente, sistematizar as características da Teoria da Regulação Econômica proposta por Stigler.

### **2.1 Teorias da Regulação**

Na linha histórica de formação do Estado, as estruturas político-econômicas ocupam papel de destaque. Também não é incomum a contraposição das ideias entre autores na discussão de um mesmo tema, a partir de um recorte temático específico e das mudanças sociais observadas, de maneira a formar os “momentos históricos”, existentes para fins de estudos.

Regulação, basicamente, funciona como um meio de permitir o atendimento das demandas. As teorias da regulação surgem de propostas de análises econômicas que ocorreram com base em estudos que relacionavam o setor industrial aos agentes de regulação; este é um ponto de vista que deve ser considerado um elemento do escopo propositivo utilizado neste trabalho. A regulação vem como resposta à necessidade de balizadores da interação social, de modo a corrigir falhas e implementar de maneira mais incisiva a sobreposição do coletivo frente a valores e interesses individuais, o que se identifica como “interesse público” (Barbosa, 2017).

Diversos autores objetivam demonstrar a existência de interesse privado regulamentado, buscando discorrer sobre os problemas e também sobre a metodologia utilizada. Tais estudos são complementares de forma a atender anseios sociais de cada período, aprofundando teorias inicialmente desenvolvidas, especialmente em seus pontos críticos, para os quais acreditou-se que a teoria anterior fosse falha. A ideia central é a regulação como forma de intervenção do Estado, um meio de promoção de ações por parte dos regulados, inclusive quando são agentes estatais (Di Pietro, 2023).

A regulação é tratada como meio de intervenção na indução e no controle de comportamentos na esfera pública (órgãos e entidades) e na privada (pessoas físicas e jurídicas). Destacam-se três estágios históricos distintos, sendo eles: i) Teoria do Interesse Público; ii) Teoria da Captura com especial atenção às agências reguladoras; e iii) Teoria Econômica da Regulação (Viscusi; Vernon; Harrington Jr., 2000 *apud* Barbosa, 2017, p. 15-16), as quais serão pormenorizadas adiante.

#### **2.1.1 Teoria do Interesse Público**

A Teoria do Interesse Público pressupõe “[...] que as ações regulatórias possuem o objetivo de corrigir as falhas de mercado, visando impedir que decisões contrárias ao interesse público sejam tomadas [...]” (Joskon; Noll, 1981 *apud* Barbosa, 2017, p. 17). Isso representa uma concepção clássica de regulação. Precipuamente, é uma contraposição entre a concepção de intervencionismo mínimo, de Adam Smith (Basu, 2011 *apud* Barbosa, 2017, p. 17), e a abordagem visando o bem-estar social, proposto por Arthur Pigou (1932 *apud* Barbosa, 2017, p. 17).

A Teoria do Interesse Público tem como ponto de partida o fato de que quem regula possui interesses alinhados ao interesse público. É como se eles se confundissem. Os interesses públicos são aqueles regulados pelos agentes regulatórios, a partir de uma escolha política que represente a vontade coletiva. Ressalta-se que cada órgão ou entidade reguladores estão limitados a uma finalidade de criação e a temas específicos sobre os quais possui poder regulamentar (Noll, 1989 *apud* Barbosa, 2017, p. 18).

Não se deve desconsiderar que o próprio regulador possui interesses próprios na regulação, conforme afirma Beaver (1998 *apud* Barbosa, 2017, p. 18). Isso representa uma das principais críticas a esse sistema, que acaba por ignorar a existência de pressões externas que influem sobremaneira nos interesses regulados. Esses interesses podem refletir, por exemplo, desde seu escopo de criação e desenvolvimento, os interesses de certos setores do mercado, o que ocasiona ações que representam interesses públicos específicos (Stuart; Ordelheide; Young, 2000 *apud* Barbosa, 2017, p. 18).

Barbosa (2017) afirma que Viscusi, Vernon e Harrington Jr. (2000), que lecionam a incompletude da sistemática, desconsideraram o comportamento das agências reguladoras no ato de legislar, o que seria um meio de barganha com o setor privado e que muitas das empresas<sup>3</sup> que se pretende regular possuem bastantes influências sociais, principalmente pelo seu poder econômico, de forma a conseguir provocar comportamentos, inclusive ações de regulação por parte do poder público.

Críticas à Teoria do Interesse Público surgiram, dentre as quais destacam-se: as falhas de mercado são apontadas como pressuposto legislativo que leva à regulação, apesar de não serem apresentadas conclusões sobre como esse processo ocorre; a teoria trabalha com muitas evidências de que setores regulados não são monopólios, ou dominados por externalidades, apesar de não ser comprovado como o fato ocorre; a crença de que a regulação não é suficiente para coibir o exercício do poder de mercado, mesmo na presença de monopólios naturais, sendo

---

<sup>3</sup> O termo “empresa” utilizado em alguns momentos neste texto não teve seu uso coligado ao significado jurídico do termo, tendo sido utilizado para fins de facilitar a compreensão do texto.

que estes acontecem quando um produto ou serviço é ofertado por uma única empresa, que pode regular sua oferta ao mercado (Pigou, 1932 *apud* Barbosa, 2017).

Como resposta a estas críticas, outras teorias, como a Teoria da Captura, foram propostas, a qual se passa a analisar.

### **2.1.2 Teoria da Captura**

A partir do estudo da Teoria do Interesse Público e das críticas dela advindas, Posner (1974 *apud* Barbosa, 2017, p. 18) identifica que a regulação pode não estar positivamente relacionada com estruturas externas, inclusive advindas dos agentes privados que possuem um poderio econômico por vezes maior que o do agente regulador e, tampouco, relacionam-se às falhas de mercado, posição defendida pelos autores da Teoria do Interesse Público. Além disso, diferente do que ocorre com o poder público, que atua com diversos entraves, as entidades privadas conseguem atuar com mais liberalidade.

Em relação à crítica da Teoria do Interesse Público, Stigler (1957 *apud* Barbosa, 2017) tem papel de destaque, uma vez que desenvolveu estudos apontando a existência de evidências de que pressões econômicas<sup>4</sup> exercidas pelo setor privado sobrepõem-se à regulação dos interesses sociais. Tal sistemática ocasiona a regulação de interesses privados como se públicos fossem (Jordan, 1972 *apud* Barbosa, 2017).

A ideia primordial da Teoria da Captura é de que o regulador, a partir de ações, defenda o interesse de determinado grupo. Entretanto, Bernstein (1955 *apud* Barbosa, 2017, p. 19) afirma que, na prática, a ação do regulador possa ser “capturada” pelo regulado, ocasionando o desvirtuamento do caráter público e sua finalidade social de regulação. Depreende-se que, a partir disso, a regulação resulte de uma demanda dos agentes privados do mercado ou que entidades ou órgãos reguladores tornem-se controlados (“capturados”) pelos regulados.

Viscusi, Vernon e Harrington Jr. (2000 *apud* Barbosa, 2017, p. 19) contrastam a Teoria do Interesse Público e a Teoria da Captura, posto que esta assume a influência dos fatores do mercado na regulação de forma a admitir o beneficiamento pessoal e a utilização da máquina pública como forma de legitimação da captura.

Bernstein (1955 *apud* Barbosa, 2017, p. 19) apresenta um ciclo de vida que demonstra o funcionamento da relação de interesses entre o agente regulador e os regulados:

- i. *Gestação*: ciclo que compreende a organização de um determinado setor como sendo de interesse público de maneira que, posteriormente, venha a gerir

---

<sup>4</sup> Ressalta-se que Stigler não utiliza a expressão “captura”, adotada por estudiosos do assunto ao exporem os posicionamentos do autor.

- politicamente determinado interesse; é a representação do Estado na atuação junto a particulares;
- ii. *Juventude*: momento em que membros mais recentes do agente regulador ocupam lugar de prestígio na organização, demonstrando energia no desenvolvimento e defesa das causas organizacionais; ainda é notada uma pressão imposta pelos membros pioneiros sobre os mais jovens, de forma a induzir ações e manter as conquistas regulatórias alcançadas (marco regulatório);
  - iii. *Maturidade*: nesta fase, a entidade reguladora está preocupada com a estabilização de interesses, posto que busca defender sua existência de maneira a conciliar os interesses “públicos” com os privados que regula;
  - iv. *Velhice*: na quarta e última fase, o ente regulatório se encontra mais estabilizado e adota uma postura passiva, o que permite aos entes privados alcançarem a regulação de interesses específicos, promovendo uma proteção de atuação dos entes regulados.

A Teoria da Captura representou um avanço frente à Teoria do Interesse Público, especialmente por promover a descrença na figura do agente público benevolente, admitindo que a partir de ações racionais, o ente regulador realiza concessões, conforme defendido, inclusive, por Stigler (1957 *apud* Barbosa, 2017). Outro ponto de avanço foi o reconhecimento das falhas do sistema, justamente no que diz respeito à invasão da regulação pública por interesses privados, mesmo que de maneira racional (Stigler, 1957 *apud* Barbosa, 2017).

Viscusi, Vernon e Harrington Jr. (2000 *apud* Barbosa, 2017, p. 19) indicam que um movimento de críticas à Teoria da Captura se instaurou, dessa vez considerando-se: i) a ausência de fundamentação teórica; e ii) o apontamento de um grupo específico como controlador (indústria), frente à existência de outros tantos, sem demonstrar um motivo lógico para que isso ocorra. No mais, os autores não consideram que a captura também possa envolver setores para além daquele que será regulado (os afetados indiretos). Inexiste justificativa que explique a permissibilidade de regulações contrárias aos interesses dos regulados que lhes promovem, inclusive, prejuízos, por exemplo, os financeiros, quando da majoração de tributos. Outra lacuna apontada é que desregulamentações também podem ocasionar malefícios.

A partir dessas críticas, a Teoria Econômica da Regulação é apresentada.

### **2.1.3 Teoria Econômica da Regulação**

A Teoria Econômica da Regulação<sup>5</sup>, também identificada como Teoria Econômica dos Grupos de Interesse, ou Teoria Econômica da Captura, surgiu como uma antagonista à Teoria do Interesse Público, especialmente pelo fato de esta não admitir falhas no processo de regulação do mercado e como contraposição à Teoria da Captura, visto que esta aponta apenas a indústria como influenciadora no processo de regulação.

Na Teoria Econômica da Regulação assume-se que uma série de grupos atua no processo de defesa dos próprios interesses, o que acaba despertando regulados em geral e não apenas o setor industrial, o que pode gerar conflitos frente a demandas por regulação (Viscusi; Vernon; Harrington Jr., 2000 *apud* Barbosa, 2017, p. 20).

É na proposição desta teoria que George Joseph Stigler (1971)<sup>6</sup> se destaca, diante de seu pioneirismo no estudo do tema da regulação sob a óptica da subversão dos interesses públicos como resposta à demanda das ações do grupo de interesses, o que ocasiona a conversão de valores privados em normatizações coletivas. Iorio (2019) afirma que a proposta de Stigler se diferencia no sentido de que entes privados buscam influenciar na regulação e, por sua força, os agentes privados conseguem influir no comportamento estatal, que deveria proteger os interesses sociais e não aqueles de entes privados específicos. A influência seria, na verdade, um produto do interesse público, um resultado do processo político, um insumo para a própria indústria (*acquired regulation*). Desse modo, dado o poder econômico adquirido, o regulado em alguns casos consegue agir impondo seus interesses ao regulador estatal.

Um fato interessante sobre a participação de Stigler no seminário em que apresentou a Teoria da Regulação Econômica (*Theory of Economic Regulation*), conforme afirma Iorio (2019), é que ele, em momento algum, utilizou a expressão “captura”. Para Stigler (1971), as políticas públicas e a regulação são produtos do mercado da ordem oferta e demanda, movimentadas pela interação entre reguladores e regulados, a partir de um comportamento racional que parte de um comportamento econômico individual.

Oferta e demanda são apontadas por Iorio (2019) como sendo sinônimos utilizados por Stigler para fugir do uso da metáfora “captura”, sendo mantida a ideia de interesses privados e

---

<sup>5</sup> George Stigler, em artigo singelo, mas seminal, de 1971, propôs uma teoria de oferta da regulação (*theory of supply of regulation*) apoiada no pressuposto do comportamento individual racional e em sua repercussão na atuação coletiva, sob o enfoque da economia neoclássica (1971). Ela passou a ser conhecida inicialmente pelo título do artigo de Stigler – a teoria da regulação econômica (*theory of economic regulation*) – para anos mais tarde, firmar-se pela designação que lhe foi dada por Posner, sob o codinome de teoria econômica da regulação (*economic theory of regulation*), ou sua abreviatura hollywoodiana: ET (Peltzman, Levine e Noll, 1989; Iorio, 2019, p. 25).

<sup>6</sup> Doutor em Economia pela *University of Chicago* (1938) e Professor de Economia no *Iowa State College*, na *Brown University* e na *Columbia University* e na *University of Chicago*, grande parte do trabalho pioneiro de Stigler centrou-se na regulação governamental, na concorrência de mercado e no sistema de preços, particularmente no impacto das políticas públicas na concorrência e nos monopólios. (Chicago Booth, 2023).

grupos políticos efetivos. Por outro lado, a teoria proposta por Stigler é bastante utilizada entre os estudiosos da teoria da captura, senão, veja-se:

É correto afirmar, todavia, que foram estudos subsequentes sobre captura regulatória (*regulatory capture*) que se apropriaram da teoria econômica da regulação como um arauto eficaz comprovado pela afirmação de Carrigan e Coglianese (2015, p. 287) de que é difícil encontrar um debate sério sobre captura que não tenha citado, nos últimos quarenta anos, o trabalho de Stigler. (Iorio, 2019, p. 28).

Luz Neto (2016, p. 58), por sua vez, afirma que a Teoria Econômica da Regulação, proposta por Stigler partiu da “[...] análise de vários dados empíricos, em especial os recolhidos do setor de transporte ferroviário, a regulação estatal não atendia ao interesse público, ao interesse coletivo, ao contrário, parecia atender mais às demandas do setor regulado.”

[...] a regulação era muito mais benéfica para os setores regulados do que para a sociedade, havendo interesse direto dos entes regulados e demanda desses pela regulação das comissões independentes (Agências Reguladoras). Ou seja, os dados empíricos recolhidos por Stigler nas suas pesquisas apontavam no sentido de confirmar a tese de que os grandes beneficiados com a criação e manutenção da regulação era o setor regulado e não a sociedade, ao contrário da propaganda realizada pelo Estado em relação às agências reguladoras como sendo a solução para o problema dos abusos da iniciativa privada e o meio moderno e eficaz de manutenção do interesse coletivo nos setores explorados economicamente por companhias privadas. (Luz Neto, 2016, p. 58).

A hipótese da influência privada na regulação já era objeto de estudo desenvolvido anteriormente, em 1962, por Stigler e Friedland, conforme afirma Iorio (2019, p. 25):

A influência dos atores regulados sobre o processo regulatório fora anteriormente antecipada por cientistas políticos e historiadores preocupados com a manipulação do Estado e, em particular, das agências reguladoras pela indústria regulada (Wilson, 1913; Huntington, 1952; Bernstein, 1955; Kolko, 1963; Lowi, 1969), ou mesmo por estudos do próprio Stigler da década de 1960, revelando o descompasso entre a regulação e os seus objetivos no controle de preços de utilidades públicas a partir de casos do setor de energia elétrica (Stigler e Friedland, 1962), ou o descasamento entre atuação regulatória no mercado de seguros e métodos de avaliação de seus resultados.

Na teoria de Stigler (1971), um ponto de inovação foi o estudo do mercado de regulação com a aplicação de métodos e instrumentos da economia neoclássica, analisado a partir do interesse coletivo regulado pelo poder público, um método racionalizado (Iorio, 2019, p. 26). Ressalta-se ainda que Stigler não afirmava que sempre ocorreria regulação econômica em benefício da indústria, ele assume, na verdade que “na maior parte dos casos beneficia a indústria regulada e que, mesmo naqueles poucos casos em que isso não ocorre, uma teoria econômica da regulação pode oferecer explicações adequadas” (Fiani, 2004).

Stigler (1971) afirma que o mercado de regulação apresenta duas faces principais, a oferta e a demanda, sendo esta advinda da necessidade de regulação por parte do agente privado (indústria); e, em troca, existe uma oferta de votos e recursos, inclusive os financeiros. A

interação entre tais fatores ocorre de maneira racional, o que tende a permitir um melhor aproveitamento das ações pelas duas partes, conforme aponta Iório (2019, p. 25-26):

O diferencial de Stigler, em 1971, foi o de propor uma teoria geral que estudasse o mercado da regulação, com a aplicação do método e dos instrumentos da economia neoclássica sob o enfoque da escolha pública. A partir daí, toda uma corrente de estudos preocupou-se com a relação entre as motivações da tomada de decisão político-regulatória e a racionalidade econômica pertinente ao mercado da regulação, com incursões, por exemplo, na competição entre grupos de pressão por influência política (Becker, 1983).

Quando Stigler se opõe a teorias que explicam a regulação como produto do interesse público ou como resultado imprevisível do processo político, ele afirmará, como principal tese da teoria econômica da regulação, que a regulação mesma seria um insumo adquirido pela indústria (*acquired regulation*), moldado e operacionalizado mormente para o benefício da indústria regulada (1971, p. 3), algo justificado pela excepcional existência de regulação onerosa sobre determinado setor industrial e instrumentalizado pelo pressuposto de que os processos políticos seguiriam uma agenda racional (1971, p. 10) pautada pela demanda de partidos políticos por votos e recursos em troca da oferta de regulação (1971, p. 12) e de legislação (1971, p. 16), em frontal oposição a uma visão idealista sobre a regulação pública. (Iório, 2019, p. 25-26)

Os partidos políticos oferecem a regulação (produto), em troca dos recursos necessários à manutenção da organização; a indústria paga o preço da regulação com votos e recursos (Stigler, 1971 *apud* Fiani, 2004, p. 84).

Como premissas básicas, Stigler (1971) aponta o i) poder de coação do Estado; e a ii) racionalização das ações dos agentes reguladores, objetivando maximizar os resultados de suas ações. A hipótese geral é a atuação da indústria de maneira racional, no fito de alcançar a regulação dos interesses setoriais. O principal interesse da indústria apontado por Stigler (1971) é a criação de barreiras à entrada de novos agentes no mercado, o que gera a necessidade de repartição dos benefícios alcançados, dentre eles, a regulação.

No que diz respeito à coação, Stigler (1971) aponta que a criação do grupo de interesse (regulado) homogêneo é uma ferramenta de controle, na medida em que aumenta o poder de convencimento exercido sobre o Estado, potencializando os possíveis benefícios alcançados. O interesse último do regulado é uma redistribuição de renda em seu favor, visando aumentar o prestígio regulatório. Os políticos, quando atuam como agentes reguladores, legislam visando manter o apoio de determinado grupo, ou seja, a legislação é uma moeda de troca, a oferta, para a demanda de regulação.

Neste liame, Stigler (1971) demonstrava a dualidade entre beneficiados e prejudicados a partir de uma alocação de recursos da regulação, apontando que alguns grupos, os menos organizados e com menor poder econômico, acabavam com uma atuação limitada, podendo ser até excluídos do mercado por ausência de capacidade de competição com os agentes organizados (Iório, 2019, p. 26).

A atuação privada agia com demasiada força, de maneira a inviabilizar o desfazimento de monopólios pela regulação estatal, por exemplo, as alterações em preços de determinados produtos. Lembra-se ainda que a sociedade no geral pode restar prejudicada, na medida em que, em alguns casos, a desinformação é um meio eficiente de promover determinadas causas, conforme explica Stigler (1971 *apud* Fiani, 2004, p.85).

[...] cumpre observar que, de acordo com Stigler (1971), na medida em que se coloca a possibilidade de regulação pelo Estado da atividade econômica, o mercado como instrumento de decisão econômica é substituído pelo processo político de decisão, o que resulta em ineficiência do ponto de vista econômico: as decisões políticas envolvem um conjunto amplo de questões, uma vez que seria muito custoso promover eleições para cada questão individualmente, impedindo que os eleitores otimizem suas escolhas na margem. Além disso, o processo político envolve toda a comunidade e não apenas aqueles indivíduos interessados diretamente nas questões discutidas (Stigler, 1971, p. 11). As consequências em termos de informação dos indivíduos são negativas [...].

A abordagem regulatória de Stigler (1971) impõe assumir que medidas visando conter ou alterar o comportamento de representantes do poder público (ocupantes da posição de reguladores),<sup>7</sup> para que assumam exclusivamente o interesse público, são ineficazes, uma vez que não seriam condizentes com a oferta de regulação em troca de votos e recursos da indústria endinheirada (Iorio, 2019, p. 26).

Stigler (1971) aponta ainda que uma atuação fora dos parâmetros éticos, mesmo que não desejada pelo agente político, pode ser a saída para a manutenção em determinado cargo, frente à demasiada pressão gerada pela indústria. Além disso, os recursos públicos destinados aos partidos possuem existência esporádica, enquanto os altos custos de funcionamento são constantes, o que ocasiona a necessidade de encontrar meios que gerem patrocínio constante.

A solução apontada seria que as agências reguladoras não praticassem atos do processo político, como a definição de políticas públicas setoriais, ficando restritos a leis gerais, permitindo a alteração na forma de apoio político permitido às agências, bonificando os diretores que melhor aplicassem os valores racionais desenvolvidos,<sup>8</sup> atuando de maneira a contemplar da melhor forma o interesse público (Iorio, 2019, p. 27). Em que pesem as

---

<sup>7</sup> É importante esclarecer, nesse ponto, que os ofertantes de regulação, para Stigler, são atores políticos inespecíficos, ou seja, tanto os legisladores, quando membros do Executivo; quanto, no modelo americano, os integrantes das agências independentes (Peltzman, 1993, p. 823). Esperar que diretores de agências reguladoras implementassem o interesse público seria o mesmo, segundo Stigler, que esperar dos políticos que deixassem de almejar o apoio popular (Stigler, 1971, p. 17 *apud* Iorio, 2019, p. 26-27).

<sup>8</sup> A solução finalmente apontada por Stigler para que as agências reguladoras praticassem atos não obedientes ao processo político seria a de alteração da forma como se dá o apoio político à agência e mediante recompensas aos seus diretores desconectadas dos serviços que prestam à indústria regulada a partir de ensinamentos decorrentes de uma teoria racional do comportamento político (*rational theory of political behavior*). (Stigler, 1971. *apud* Iorio, 2019, p. 27).

indicações, Stigler (1971) não traz aprofundamentos sobre como poderia ocorrer a operacionalização da solução apontada.

Segundo Stigler (1971), o interesse público<sup>9</sup> nem sempre vai ao encontro da prática adotada na sistemática nacional legislativa, sendo os exemplos apontados os mandatos fixos e protegidos dos dirigentes de agência; a ausência de subordinação das autarquias, conforme regime jurídico administrativo; a estabilidade dos dirigentes; a autonomia financeira e administrativa, assim como a estabilidade do corpo técnico.

Em relação à tomada racional da ação, Stigler (1971 *apud* Barbosa, 2017, p. 20) defende que o agente público, a partir da racionalização, objetiva promover o maior número possível de resultados, ocasionando uma economia de ações regulatórias. Além disso, quanto mais organizado, melhores são as chances de resultados positivos em favor de quem realiza a captura (regulado). Tal sistemática implica dizer que quanto menor o grupo de interesse e mais bem definidos os interesses coletivos, maior deverá ser o resultado e, conseqüentemente, o benefício individual de cada parte (Stigler, 1971). Oslon (1965 *apud* Barbosa, 2017), em sentido diametralmente oposto a Stigler (1971) defendia que quanto maior o grupo de interesse, maiores os resultados alcançados (benefícios), na medida em que os recursos disponíveis a sua atuação deveriam ser mais vastos. Oslon (1965 *apud* Barbosa, 2017) defende ainda a existência de interesses especiais que se confundem com a omissão, citando como exemplo o *lobby*. Este se traz benefícios a partir da não regulação, de uma zona mais ampla de atuação livre.

Em relação aos resultados práticos, testados a partir das premissas de Stigler (1971), Viscusi, Veron e Harrington Jr. (2000 *apud* Barbosa, 2017) afirmam que a regulação funciona como uma resposta aos anseios de determinado grupo para majorar a receita. Para Stigler (1971), isso pode se dar por meio de variação na alíquota dos tributos, fixação e/ou controle de preços, o que interfere positiva ou negativamente na capacidade produtiva, assim como o interesse dos agentes privados em produzir para o mercado, o que acaba por promover maior ou menor arrecadação para o Estado. Isso se dá como um ciclo, qual seja: demanda de regulação > à oferta de regulação > atuação produtiva da indústria > tributação e arrecadação pelo Estado (Viscusi; Vernon; Harrington Jr., 2000, p. 319 *apud* Barbosa, 2017, p. 20).

---

<sup>9</sup> Stigler (1971, p. 7), por sua vez, como expoente da escolha pública preocupado com o mercado da regulação, vê nas garantias processuais administrativas meros obstáculos ao ingresso de novos entrantes no mercado, percebidos como instâncias plenamente conversíveis em custos administrativos (*administrative costs*) ofertados pelo Estado e demandados pela indústria. É certo que a equação de oferta e demanda regulatória de Stigler reserva espaço para os efeitos maléficos de controle do novo entrante e derivados da burocracia, mas também é certo que, para Stigler, a burocracia e as normas são caixas-pretas percebidas exclusivamente por seus efeitos obstrutivos e consequente valor de barganha no mercado de oferta e demanda da regulação (Stigler, 1971, p.7 *apud* Iorio, 2019, p. 31).

Para Stigler (1971 *apud* Fiani, 2004, p. 84), o Estado poderá proporcionar à indústria três principais benefícios: “[...] subsídios monetários, controle sobre a entrada de novos rivais, intervenção nos mercados de produtos substitutos ou complementares e controle de preço”. Os subsídios monetários podem assumir a forma de uma proteção tarifária, enquanto o controle de preços visa à obtenção de taxas de retorno acima dos níveis competitivos. Lembra ainda que fatores como a existência de produtos substitutos no mercado influenciam na maior ou menor regulação, assim como nas possibilidades de controle, na medida em que em alguns casos, seria bastante difícil regular de maneira efetiva, pois, as ferramentas de controle não são suficientes para controlar a atuação privada.

Stigler (1971 *apud* Fiani, 2004, p. 85) propõe ainda que podem ser apontadas duas avaliações negativas advindas do processo de regulação econômica: a primeira, que a indústria “captura” o Estado e obtém benefícios em forma de proteção; e a segunda, que a regulação econômica, ao substituir o mercado enquanto local para alocação de recursos em favor de decisões políticas, resulta em ineficiência, na medida em que traz para o processo decisivo agentes com baixa informação que não possuem interesse direto na causa, uma vez que os agentes políticos atuam em setores diversos, para os quais muitas vezes não possui formação técnica.

Posteriormente à proposta apresentada por Stigler, Peltzman (1976 *apud* Barbosa, 2017, p. 20) propõe uma releitura da Teoria Econômica da Regulação. Para o autor, a distribuição da riqueza e a regulação são meios de maximizar o suporte ofertado aos regulados, apesar de esta interação entre os agentes regulados não ser pacífica, gerando disputas por atenção do regulador de forma a angariar mais ou menos benefícios.

Becker (1983 *apud* Barbosa, 2017, p. 20) aponta que a disputa, nomeada por Peltzman (1976), nada mais é que um efeito natural da própria interação, que reflete os interesses a partir de grupos ativos, de forma a aumentar o bem-estar do grupo. Os interesses entre os grupos não serão necessariamente os mesmos, portanto, o resultado esperado não terá a disputa como regra. Além disso, para Peltzman (1976 *apud* Barbosa, 2017), a pressão política de cada grupo será maior ou menor a depender de seu tamanho e recursos disponíveis. Os políticos, na verdade, realizam um papel de transmissores de interesse dos grupos ativos. No mais, a disputa existente entre os grupos, segundo Becker (1983 *apud* Barbosa, 2017), é uma maneira de transferência de pressão: quanto mais pressão um determinado grupo consegue gerar, maiores os ganhos obtidos. Estes, retornam aos grupos na forma de bem-estar, que seria um conforto na atuação, aumentando a pressão gerada e os recursos disponíveis progressivamente (Becker, 1983 *apud* Barbosa, 2017, p. 20).

Assim como as demais teorias, a Teoria Econômica da Regulação também sofre diversas críticas, emergindo como uma das principais o fato de ela assumir que existe uma relação de simbiose entre regulados e reguladores, sendo que estes, de fato, exercem de maneira controlada (racionalizada) regulação sobre aqueles, mesmo que, em algum momento, os interesses públicos sejam corrompidos (Barbosa, 2017).

Em relação aos estudos de Stigler (1971), as críticas relacionam-se à estaticidade da teoria e à pouca preocupação do autor com os mecanismos práticos que operacionalizam a interação entre oferta e demanda. Carpenter e Moss (2013 *apud* Lima; Fonseca, 2021) estudaram, além da proposta de Stigler, os estudos de seus revisores, e definiram pontos para alegar a existência de captura, quais sejam: 1) apresentar um modelo “falsificável” de interesse público; 2) demonstrar uma mudança política em detrimento do interesse público e em favor de algum setor específico; e 3) demonstrar intenção e ação suficiente do setor para justificar a relação causal.

Em que pese esse apontamento que, talvez, possa não ser o mais adequado, a Teoria Econômica da Regulação atualmente é vista como uma das teorias mais indicadas para o desenvolvimento de estudos empíricos, na medida em que apresenta um desenvolvimento vasto e satisfatório (Viscusi; Vernon; Harrington Jr., 2000, p. 319 *apud* Barbosa, 2017, p. 21).

Após essa breve exposição histórica sobre as teorias da regulação e a posição que a Teoria da Regulação Econômica proposta por Stigler (1971) ocupa, assume-se que algumas características são primordiais para o apontamento da existência de regulação direcionada aos interesses de grupos específicos (“captura”), de maneira a demonstrar as características que se buscará observar a partir da Audiência Pública SDM 05/2019.

## **2.2 A Regulação Econômica por Stigler**

Em um primeiro momento, houve uma exposição histórica de algumas correntes que realizaram estudos sobre as teorias da regulação, inclusive expondo-se as ideias de Stigler (1971). A partir deste ponto, será feita uma análise dos requisitos e características apontados pelo autor para a configuração da captura a partir do que foi anteriormente exposto, de maneira a sintetizar alguns pontos. O objetivo é elencar um rol exemplificativo de características elementares, e, posteriormente, em momento oportuno, aplicá-las ao caso concreto para verificar se é possível indicar a existência de indícios que permitam apontar a ocorrência da captura de interesse quando da realização da Audiência Pública SDM 05/2019.

Ressalta-se ainda que a nomenclatura em tópicos abaixo elencada foi elaborada para fins deste estudo com objetivos metodológicos, não possuindo correspondência no texto original do autor, sendo as seguintes:

*i. Concentração de interesses*

O Estado possui a oferta de regulação, um poder em potencial, podendo permitir, proibir ou obrigar a ocorrência de determinadas ações, ajudando ou prejudicando seletivamente indivíduos e grupos. Ou seja, a regulação poderá ser imposta ou poderá ser demandada. A ideia central é a de que, via de regra, a regulação é adquirida pela indústria, concebida e operada em seu benefício (Stigler, 1971, p.3).

Stigler (1971, p.3) aponta a concentração de interesses como potencializadora de resultados, não sendo necessariamente o tamanho do grupo organizado um fator determinante.<sup>10</sup> A partir da concentração também é mais provável que indústrias menores consigam atender suas expectativas de regulação, na medida em que são amparadas pela força organizacional conquistada pelo grupo, veja-se:

[...] As utilizações potenciais de recursos e poderes públicos para melhorar a situação econômica de grupos econômicos (tais como indústrias e profissões) são analisadas para fornecer um esquema da procura de regulamentação. **As características do processo político que permitem que grupos relativamente pequenos obtenham tal regulação são então esboçadas para fornecer elementos de uma teoria da oferta de regulação.** Uma variedade de evidências empíricas e ilustrações também são apresentadas [...] <sup>11</sup>. (tradução nossa) (grifos nossos)

Para esta característica deverá ser observada a existência de organização de determinado segmento do mercado. Além disso, destaca-se a necessidade de uma postura ativa por parte dos membros do grupo em prol de uma busca ativa de regulação. Tais ações facultam a oferta de recursos técnicos e a maximização do uso de bens para aumentar a própria receita, como esperado pelos grupos privados.

*ii. Baixo Envolvimento do Público*

Stigler (1971, p. 11) aponta a falta de envolvimento do público como um fator permissivo da aquiescência de regulação, na medida em que não existirá força social em sentido oposto para coibir a ocorrência de regulações atendendo a interesses privados, veja-se:

[...] O processo de decisão política tem como característica dominante a **participação pouco frequente e universal** (em princípio), como referimos: as **decisões políticas**

<sup>10</sup> O número de participantes é menos relevante que o potencial econômico, pode ser que poucos membros consigam demasiada força regulatória.

<sup>11</sup> The potential uses of public resources and powers to improve the economic status of economic groups (such as industries and occupations) are analyzed to provide a scheme of the demand for regulation. The characteristics of the political process which allow relatively small groups to obtain such regulation is then sketched to provide elements of a theory of supply of regulation. A variety of empirical evidence and illustration is also presented. (Stigler, 1971, p.3)

**devem ser pouco frequentes e devem ser globais.** As despesas do eleitor para conhecer os méritos das propostas políticas individuais e para expressar **as suas preferências** (através da representação individual e de grupo, bem como através do voto) **são determinadas pelos custos e retornos esperados, tal como acontece no mercado privado [...]**<sup>12</sup>. (tradução nossa) (grifos nossos)

A falta de interesse ou envolvimento ativo por parte do público em relação a questões regulatórias pode facilitar a influência de grupos de interesse concentrados. A ausência de interesse pode estar justificada pela falta de conhecimento técnico específico, o que pode representar, na verdade, um estratégia político-regulatória.

Em que pese o baixo envolvimento do público, a justificativa padronizada para o desenvolvimento de regulamentações são a proteção e o benefício público geral ou de alguma grande subclasse de um grupo. Tais regulamentações representam o interesse coletivo, tutelado pelo Estado Regulador, justificando ainda que é normal que alguns restem prejudicados a partir desse processo.

Um exemplo a ser mencionado é o da importação de petróleo, que aumenta o custo do produto para os consumidores. Mesmo que alguns percam, isso é permitido na medida em que um grupo maior ou um interesse que sobrevém em determinado momento se sobressaia. Conforme Stigler (1971, p. 4) observa-se:

**[...] Assumimos que os sistemas políticos são concebidos e utilizados racionalmente, o que significa que são instrumentos apropriados para a realização dos desejos dos membros da sociedade.** Isto não quer dizer que o Estado servirá o conceito de interesse público de qualquer pessoa: na verdade, o problema da regulação é o problema de descobrir quando e por que uma indústria (ou outro grupo de pessoas com ideias semelhantes) é capaz de usar o Estado para fins lucrativos, seus propósitos, ou é escolhido pelo Estado para ser usado para fins estrangeiros [...]<sup>13</sup>. (tradução nossa) (grifos nossos)

Para esta característica incide o conhecimento que o “público em geral” tem sobre o tema, o que pode denotar envolvimento geral ou não do público, ou certa complexidade (mensurada a partir das manifestações recebidas). Além desses pontos, há que se considerar as justificativas utilizadas na regulação, para avaliação sobre o beneficiamento, ou não, do interesse público.

---

<sup>12</sup> The political decision process has as its dominant characteristic infrequent, universal (in principle) participation, as we have noted: political decisions must be infrequent and they must be global. The voter's expenditure to learn the merits of individual policy proposals and to express his preferences (by individual and group representation as well as by voting) are determined by expected costs and returns, just as they are in the private marketplace. (Stigler, 1971, p.11)

<sup>13</sup> rationally employed, which is to say that they are appropriate instruments for the fulfillment of desires of members of the society. This is not to say that the state will serve any person's concept of the public interest: indeed the problem of regulation is the problem of discovering when and why an industry (or other group of like-minded people) is able to use the state for its purposes, or is singled out by the state to be used for alien purposes. (Stigler, 1971, p.4).

### iii. *Informação Assimétrica*

Quando há assimetria de informações entre reguladores e indústrias reguladas, as indústrias podem explorar essa assimetria para moldar regulamentações em seu favor. Stigler (1971) lembra ainda que a participação política não é proporcional ao conhecimento; todos os representantes do povo podem participar desse processo, independentemente de qualquer conhecimento específico. O setor privado, por outro lado, como a indústria, possui capital intelectual técnico e especializado, o que permite fomentar de maneira direcionada certos interesses, conforme expõe Stigler (1971, p.11-12), veja-se:

**[...] Os custos de informação abrangente são mais elevados na arena política porque é necessário procurar informação sobre muitas questões de pouca ou nenhuma preocupação direta para o indivíduo e, conseqüentemente, ele saberá pouco sobre a maioria dos assuntos perante a legislatura.** As expressões de preferências na votação serão menos precisas do que as expressões de preferências na votação. mercado porque muitas pessoas desinformadas estarão votando e afetando a decisão.

Os canais de tomada de decisões políticas podem, portanto, ser descritos como grosseiros, filtrados ou barulhentos [...] <sup>14</sup>. (tradução nossa) (grifos nossos)

Também não é incomum que os particulares, buscando demonstrar sua capacidade de colaboração, ofereçam ao setor público insumos, inclusive os técnicos, de pessoal para corroborar com o desenvolvimento social.

Neste ponto, as características observadas serão a publicização das ações do poder público frente às regulações havidas, isto é, cabe indagar se ocorre ou não de maneira transparente, permitindo um conhecimento do público, ou se informações de livre acesso estão, de fato, acessíveis. Além disso, buscará se observar ainda o corpo técnico dos órgãos reguladores, de maneira a observar se, a princípio, possuem compatibilidade técnica de formação com a atuação correlata.

### iv. *Custos de Organização e Lobby*

Os custos de operação das indústrias e dos partidos políticos são constantes, independentemente da existência momentânea de oferta de regulação ou mesmo de demanda de regulação. A indústria que procura essa demanda deve estar preparada para pagar com as duas coisas de que um partido necessita: votos e recursos (Stigler, 1971, p. 12). Diante disso, é importante que ocorra uma racionalização de recursos, de maneira que se tenha mais resultados

---

<sup>14</sup> The costs of comprehensive information are higher in the political arena because information must be sought on many issues of little or no direct concern to the individual, and accordingly he will know little about most matters before the legislature. The expressions of preferences in voting will be less precise than the expressions of preferences in the marketplace because many uninformed people will be voting and affecting the decision. The channels of political decision-making can thus be described as gross or filtered or noisy. (Stigler, 1971, p.11-12).

com o menor número possível deles empregados. A regulação é mais que uma forma de corrigir falhas do mercado (Stigler, 1971).

Contudo, a dimensão fixa do “mercado” político provavelmente faz com que o custo de obtenção de legislação aumente menos rapidamente do que o tamanho da indústria (Stigler, 1971, p.12), o que acaba por compensar o dispêndio financeiro empreendido. O processo político pode ser usado como meio de melhorar mais rapidamente as circunstâncias econômicas do grupo, conforme Stigler (1971, p.13), observa-se

[...] Licenciamento ocupacional. O licenciamento de ocupações é uma **possível utilização do processo político para melhorar as circunstâncias econômicas de um grupo**. A licença é uma barreira eficaz à entrada porque a prática ocupacional sem a licença é um crime. Como grande parte do licenciamento ocupacional é realizado em nível estadual, **a área oferece uma oportunidade de buscar as características de uma profissão que lhe conferem poder político**. Embora existam sérias limitações de dados, podemos investigar diversas características de uma ocupação que devem influenciar a sua capacidade de assegurar o poder político: [...]<sup>15</sup>. (tradução nossa) (grifos nossos)

A característica observada para este ponto será o ganho financeiro a partir da existência de regulação, que pode ser auferida a partir do aumento de receita ou diminuição de gastos pela indústria. A ausência de regulação para os agentes privados, a depender do âmbito, pode representar uma atuação com menos entraves.

#### v. *Dispersão de Custos e Benefícios*

A partir do poder de coação o Estado pode realizar diversas ações, dentre elas o “confisco legalizado”<sup>16</sup> de dinheiro, por meio da tributação; ou seja, esta ação pode afetar a indústria. Além disso, existe ainda a possibilidade de recebimento de subsídios diretos, os quais Stigler (1971) exemplifica a partir do correio aéreo, que são subsídios que as companhias aéreas domésticas recebem mesmo sem transportar qualquer tipo de correspondência. Esse seria um exemplo de benefício não partilhável, na medida em que o Estado precisaria, individualmente, determinar quem receberia, o que não é o ideal. Os benefícios ideais são aqueles facilmente partilháveis, como as alíquotas tributárias menores, as quais a lei, a partir da existência de certos requisitos, impõe que ocorram, sem necessidade de apontamento subjetivo direto.

Dito isso, um dos benefícios mais buscados pela indústria, segundo Stigler (1971) é a criação de barreiras à entrada de novos rivais no mercado. Regras de criação e funcionamento

<sup>15</sup> The licensing of occupations is a possible use of the political process to improve the economic circumstances of a group. The license is an effective barrier to entry because occupational practice without the license is a criminal offense. Since much occupational licensing is performed at the state level, the area provides an opportunity to search for the characteristics of an occupation which give it political power. (Stigler, 1971, p.13).

<sup>16</sup> Tradução literal da expressão utilizada por Stigler (1971).

de empresas e de recebimento ou não de benefícios estatais a partir de mais ou menos requisitos são maneiras de controlar quem pode ou não “estar no jogo”. O poder de controle de entrada é exercido pelo órgão regulador, que impõe os requisitos mínimos para que se esteja no jogo. A hipótese geral é a de que, sempre que possível, a indústria influirá na regulação da entrada, retardando a taxa de crescimento de novas empresas e o conseqüente número de beneficiados e influências.

Um problema apontado por Stigler (1971, p.10) é a dificuldade em perceber quando e por que determinada indústria pretende utilizar o Estado para fins lucrativos, sendo bastante custosa essa identificação, conforme se observa:

[...] Um consumidor escolhe entre viagens ferroviárias e aéreas, por exemplo, votando com o seu bolso: ele patrocina, num determinado dia, o meio de transporte que prefere. Uma forma semelhante de votação econômica ocorre com decisões sobre onde trabalhar ou onde investir o capital. O mercado acumula estes votos econômicos, prevê o seu curso futuro e investe em conformidade. Como a decisão política é coercitiva, o processo de decisão é fundamentalmente diferente daquele do mercado. Se for pedido ao público que tome uma decisão entre dois meios de transporte comparável à decisão do indivíduo sobre como viajar - digamos, se as companhias aéreas ou as ferrovias devem receber um subsídio federal - a decisão deve ser acatada por todos, viajantes e não viajantes, viajantes. Este ano e viajantes no próximo ano. Esta universalidade forçada das decisões políticas cria duas diferenças entre os processos de decisão política democrática e os processos de mercado [...] <sup>17</sup>. (tradução nossa)

Os beneficiados são um seleto grupo, entretanto, aqueles que arcam com os custos da regulação são plurais, isto é, toda uma população. Enquanto os benefícios são concentrados em grupos específicos, esses grupos têm mais incentivos para se organizar e influenciar a regulamentação. Além disso, apesar da fundamentação das decisões, mesmo que sejam de caráter subjetivo, é complicado realizar essa identificação como não sendo característica do interesse público.

Quanto a esta característica, cabe mencionar a necessidade de se observar a existência de maiores balizadores mediante a entrada de novos agentes de atuação, que diminuem a quantidade de pessoas ou grupos disputando regulação; objetando observar se pode ser constatada atuação de particulares nesse processo.

---

<sup>17</sup> A consumer chooses between rail and air travel, for example, by voting with his pocketbook: he patronizes on a given day that mode of transportation he prefers. A similar form of economic voting occurs with decisions on where to work or where to invest one's capital. The market accumulates these economic votes, predicts their future course, and invests accordingly. Because the political decision is coercive, the decision process is fundamentally different from that of the market. If the public is asked to make a decision between two transportation media comparable to the individual's decision on how to travel-say, whether airlines or railroads should receive a federal subsidy-the decision must be abided by everyone, travellers and non-travellers, travellers this year and travellers next year. This compelled universality of political decisions makes for two differences between democratic political decision processes and market processes. (Stigler, 1971, p.10).

vi. *Poder de Monopólio da Agência Reguladora*

Existe o monopólio do agente regulador, quando uma determinada entidade, de maneira isolada, decide todas as questões sobre determinado assunto para atuação no mercado; e o monopólio do regulado, que ocorre quando não existe um produto ou serviço semelhante que possa ser considerado como uma concorrência. Percebe-se que o monopólio se diferencia da concorrência de interesses, pois, nesta existem diversos agentes dialogando, ao contrário da situação anteriormente referida.

O próprio partido político pode possuir atuação enquanto monopólio, conforme refere Stigler (1971, p. 12-13), o que ocorre a partir da defesa de determinadas causas:

[...] As indústrias mais pequenas são, portanto, efetivamente excluídas do processo político, a menos que tenham alguma vantagem especial, tal como a concentração geográfica numa subdivisão política pouco estabelecida. Se um partido político tiver efetivamente um **controle monopolista sobre a máquina governamental**, poder-se-ia esperar que pudesse recolher para si a maior parte dos benefícios da regulação. Os partidos políticos, no entanto, são talvez uma ilustração ideal da teoria do monopólio natural de Demsetz. Se uma parte se tornar exorbitante (ou gravemente equivocada na sua leitura dos desejos efetivos), é possível eleger outra parte que prestará os serviços governamentais a um preço mais proporcional aos custos da parte. Se a entrada na política for efetivamente controlada, deveríamos esperar que o domínio de um partido levasse esse partido a solicitar legislação protetora, mas a cobrar um preço mais elevado pela legislação. [...] <sup>18</sup>. (tradução nossa) (grifos nossos)

Stigler (1971, p. 13) lembra ainda que cargos políticos, em que pesem serem temporários, são fixos e possuem uma certa estabilidade, o que permite o exercício de determinadas prerrogativas sem medo das reações imediatas que podem advir:

[...] A estrutura interna do partido político e a forma como os privilégios do cargo são distribuídos entre os seus membros oferecem áreas fascinantes de estudo neste contexto. Os funcionários eleitos estão no auge do sistema político – não há substituto para a capacidade de ocupar cargos públicos. Presumo que grande parte da compensação aos líderes legislativos assume a forma de pagamentos extraparlamentares.

[...]

O financiamento de atividades que abrangem toda a indústria, como a busca por legislação, levanta o problema usual do carona. Não possuímos uma teoria satisfatória do comportamento de grupo - na verdade, esta teoria é a teoria do oligopólio com um acréscimo: nas grandes empresas indústria numérica (por exemplo, agricultura), o próprio partido político assumirá o papel empreendedor no fornecimento de legislação favorável. Não podemos ir mais longe do que as enfermidades da teoria do oligopólio permitem, o que significa que só podemos fazer conjecturas plausíveis, tais como a

---

<sup>18</sup> The smallest industries are therefore effectively precluded from the political process unless they have some special advantage such as geographical concentration in a sparsely settled political subdivision. If a political party has in effect a monopoly control over the governmental machine, one might expect that it could collect most of the benefits of regulation for itself. Political parties, however, are perhaps an ideal illustration of Demsetz' theory of natural monopoly. If one party becomes extortionate (or badly mistaken in its reading of effective desires), it is possible to elect another party which will provide the governmental services at a price more closely proportioned to costs of the party. If entry into politics is effectively controlled, we should expect one-party dominance to lead that party to solicit requests for protective legislation but to exact a higher price for the legislation. (Stigler, 1971, p. 12-13).

de que quanto mais concentrada for a indústria, mais recursos poderá investir na campanha a favor de legislação [...] <sup>19</sup>. (tradução nossa) (grifos nossos)

Neste ponto, será investigado se existe e como funciona a estabilidade dos dirigentes da agência reguladora, objetivando-se entender se existe um escopo de atuação mais ou menos livre; assim como a observância do agente de mercado, a fim de verificar se determinado setor pode apresentar atuação em forma de monopólio.

Em seus estudos, Stigler (1971) considerou, a partir da regulação, tanto os benefícios prováveis quanto o custo envolvido. Contudo, em seus escritos, não há menção de quais fatores devam ser integrados para restar configurada a regulação; isso denota que tal característica não seja um requisito para sua definição.

Dada a definição das características a serem observadas, quais sejam a concentração de interesses, o baixo envolvimento do público, as informações assimétricas, os custos de organização e *lobby* e a dispersão de custos e benefícios, passasse a uma análise sobre a sistemática dos *sandboxes* no Brasil.

---

<sup>19</sup> The internal structure of the political party, and the manner in which the perquisites of office are distributed among its members, offer fascinating areas for study in this context. The elective officials are at the pinnacle of the political system (...)

The financing of industry-wide activities such as the pursuit of legislation raises the usual problem of the free rider.<sup>11</sup> We do not possess a satisfactory theory of group behavior—indeed this theory is the theory of oligopoly with one addition: in the very large number industry (e.g., agriculture) the political party itself will undertake the entrepreneurial role in providing favorable legislation. We can go no further than the infirmities of oligopoly theory allow, which is to say, we can make only plausible conjectures such as that the more concentrated the industry, the more resources it can invest in the campaign for legislation. (Stigler, 1971, p.13).

### 3 A SISTEMÁTICA DOS *SANDBOXES* NO CENÁRIO NORMATIVO NACIONAL

Essa seção volta-se à contextualização sobre o Sistema Financeiro Nacional e ao estudo da introdução do instituto do *sandbox* regulatório no Brasil, de modo a entender a atuação dos agentes supervisores nessa inovação.

#### 3.1 Sistema Financeiro Nacional

O Sistema Financeiro Nacional (SFN), é a reunião de entidades e instituições voltadas a permitir intermediações no mercado financeiro, em especial, as realizadas entre investidores e tomadores de recursos para o desenvolvimento de ideias, conforme disposto no site institucional do Banco Central do Brasil ([2023?b]):

[...] conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira, isto é, o encontro entre credores e tomadores de recursos. É por meio do sistema financeiro que as pessoas, as empresas e o governo circulam a maior parte dos seus ativos, pagam suas dívidas e realizam seus investimentos.

O SFN é organizado por agentes normativos, supervisores e operadores. Os órgãos normativos determinam regras gerais para o bom funcionamento do sistema. As entidades supervisoras trabalham para que os integrantes do sistema financeiro sigam as regras definidas pelos órgãos normativos. Os operadores são as instituições que ofertam serviços financeiros, no papel de intermediários.

O SFN, dada sua relevância, possui previsão inclusive na Constituição da República (Brasil, 1988), por exemplo, no art. 192, dispondo que “o sistema financeiro nacional [está] estruturado de forma a promover o desenvolvimento equilibrado do País e a **servir aos interesses da coletividade**, em todas as partes que o compõem” (grifos nossos). A título exemplificativo da importância econômica do setor, apenas no mês de outubro de 2023, conforme informações do BACEN “o volume das operações de crédito do SFN alcançou R\$5,6 trilhões”.

As *fintechs* (*financial + technology*), são exemplos de agentes atuantes do mercado financeiro, possuindo propostas de desenvolvimento de produtos e serviços inovadores. O SFN é testado continuamente por esses modelo de negócio inovadores, o que demanda modificações constantes frente a incompatibilidade entre normas rígidas existentes na atuação de entidades e órgãos reguladores e as necessidades das *startups*, como as *fintechs* (Buoro; Finkelstein, 2021). Neste contexto inserem-se os *sandboxes* regulatórios, que vem sendo testados em diversos países pelo mundo, sendo uma maneira de permitir flexibilizações normativas, o que ganha especial interesse dos agentes privados, na medida em que o mercado financeiro é conhecido pela rigidez de suas normas (Buoro; Finkelstein, 2021). Neste cenário, observa-se a introdução de *sandboxes* no Brasil.

### 3.2. *Sandbox* Regulatório no Brasil

Ambientes de experimentação estão inseridos num contexto de demasiada mudança, no qual o Estado regulador não consegue legislar de forma a acompanhar simultaneamente a realidade fática. Noda (2023), destaca que transformações trazem consigo novos desafios, dentre eles os regulatórios, em especial no mercado financeiro, na medida em que vivenciam uma desconexão entre as normas regulamentadoras do setor e o novo sistema que se pretende regular. Esse novo cenário, segundo a autora, não é compatível com um ordenamento demasiadamente rígido, tornando-se necessária a criação e a inserção de mecanismos no mercado, como o *sandbox*, que permitem uma certa flexibilização:

**O Sandbox Regulatório é um instrumento regulatório de fomento, baseado em incentivo regulatório, por meio de experimentalismo estruturado, que possui como pilar indutivo a isenção normativo-regulatória temporária.** Explica-se.

A função da regulação é englobar as técnicas indutivas de comportamento por meio de fomento, situando-se no equilíbrio entre a inibição e o intervencionismo estatal, o que incentiva o agente econômico, que não se vê sem alternativas, mas sim “recebe ele estímulos e desestímulos que, atuando no campo de sua formação de vontade, levam-no a se decidir pelo caminho proposto pelo legislador”. (Noda, 2023, p. 131) (grifos nossos).

O *sandbox* surge como um meio apto a viabilizar o desenvolvimento tecnológico do setor financeiro, sem abrir mão, todavia, da regulamentação, na medida em que são concedidos afastamentos temporários da aplicação de determinadas normas dentro de um ambiente controlado, com supervisão de um ente de regulação estatal, conforme leciona Coutinho Filho (2018 *apud* Buoro; Finkelstein, 2021, p. 266)

Esse regime consiste em uma autorização temporária dada pelos reguladores financeiros para que empresas inovadoras (selecionadas por meio de um processo seletivo) sejam autorizadas a conduzir seus negócios dentro de um regime regulatório mais flexível, desde que obedeçam a parâmetros previamente acordados junto ao regulador. Há, aqui, um desconto regulatório para empresas que, devido a seu estágio inicial, não teriam porte para cumprir as exigências regulatórias aplicáveis aos provedores de serviços financeiros clássicos.

Devido à flexibilização de regulações, uma espécie de desconto regulatório, acredita-se que as empresas em estágio inicial são favorecidas, pois, não fosse isso, não conseguiriam competir com os agentes tradicionais do mercado. Conforme defende Coutinho (2018, p. 266 *apud* Blanchet; Gazotto; Ferneda, 2020, p. 80), o desconto pode se dar por meio de dispensa à observância de determinadas normas, por meio de isenção de sanções no exercício da atividade ou pela concessão de um regime diferenciado de tratamento, veja-se

[...] a instituição de ambientes protegidos da norma geral permite o desenvolvimento de atividades experimentais sem o risco que seus agentes incorram em infrações legais ou regulatórias. Dai porque a *sandbox* regulatória é também chamado de “*safe harbours*”, ou portos seguros [...].

Buoro e Finkelstein (2021, p. 2) apontam que tanto para as empresas quanto para os reguladores, existem uma série de vantagens, dentre as quais destacam-se:

Para o regulador, as principais vantagens seriam: a) informar a elaboração de políticas de longo prazo através da aprendizagem e experimentação; b) sinalizar compromisso com a inovação e aprendizagem; c) promover a comunicação e engajamento com os participantes do mercado; d) atualizar regulamentos que podem auxiliar as inovações benéficas

Para as empresas: a) reduzir o tempo de colocação no mercado, simplificando o processo de autorização; b) reduzir a incerteza regulatória, como a proibição de novas tecnologias e modelos de negócios; c) reunir feedback sobre requisitos regulatórios e riscos; d) facilitar o acesso a investimentos.

Para os consumidores: a) promover a introdução de produtos novos e potencialmente mais seguros; b) aumentar o acesso a produtos e serviços financeiros.

Blanchet, Gazotto e Ferneda (2020, p. 72-74) apontam que a redução dos custos de operação promovidos pelo modelo de operação das *fintechs* permite “[...] uma maior inclusão de consumidores no mercado de investimentos”, dado seu caráter disruptivo<sup>20</sup> e voltado à inovação constante.<sup>21</sup> Constata-se ainda um “aumento de eficiência e concorrência no mercado de crédito, rapidez e celeridade nas transações, diminuição da burocracia no acesso ao crédito, bem como criação de condições para redução do custo do crédito”. Lembram ainda que conforme disciplina Nakashima (2018 *apud* Blanchet; Gazotto; Ferneda, 2020, p. 74), as *fintechs* trouxeram à tona transformações revolucionárias, como a redução do tempo de desenvolvimento de produtos e serviços para o mercado, não apenas o financeiro, na medida em que existem *startups* nos mais diversos nichos de atuação.

Blanchet, Gazotto e Ferneda (2020, p. 74), lecionam ainda que as *fintechs* incluem no mercado novos *players* para competirem com as organizações tradicionais, tendo em vista que possuem custos de operação menores; os autores citam como exemplo o Nubank, que “[...] é um banco digital que possui um custo de operação menor que as organizações tradicionais, permitindo a oferta de serviços mais baratos que seus concorrentes, ou até mesmo gratuitos, como cartão de crédito sem anuidade e contas sem tarifas de manutenção”.

A promessa é que as *sandboxes* agreguem a coletividade, o que justificaria a tolerância social à utilização de produtos e serviços inovadores em fase de desenvolvimento, sendo os usuários expostos a tecnologias na fase inicial de teste (Blanchet; Gazotto; Ferneda, 2020, p.

<sup>20</sup> Por disrupção, entende-se a revolução no processo produtivo padrão de um setor específico da atividade econômica, rompendo-se com os processos econômicos consolidados de modo a possibilitar a abertura do mercado com novos agentes (Blanchet; Gazotto; Ferneda, 2020, p. 74).

<sup>21</sup> Segundo os apontamentos do Banco Central do Brasil, junto ao Relatório de Cidadania Financeira de 2018, a inclusão financeira se refere ao acesso a serviços financeiros que se adequem às necessidades do cidadão. Assim, o mero acesso aos serviços não configura, por si, inclusão (Blanchet; Gazotto; Ferneda, 2020, p. 75).

81). A Febraban Tech (2021) aponta que os investimentos do setor financeiro em tecnologia e inovação permitem uma maior inclusão de consumidores no mercado digital, tendo sido Pandemia de Covid-19 um impulsionador de desenvolvimento.

Na dinâmica do mercado de inovação, conforme apontam Blanchet, Gazotto e Ferneda (2020, p. 78), é mais comum que as zonas cinzentas<sup>22</sup> sejam aproveitadas pelas empresas, dada a necessidade de desenvolver estratégias e produtos para o mercado de consumo em constante mudança, tendo em vista que o regulador não consegue acompanhar em tempo eficaz os anseios por alterações legislativas. Saikali (2020 *apud* Blanchet; Gazotto; Ferneda, 2020, p. 78), aponta que, dadas as amarras regulatórias, para inovar, as empresas acabam criando espaços de anomalias jurídicas:

**[...] a regulação das inovações disruptivas pautada pela lógica do confronto ou a partir de soluções regulatórias unilaterais estatais não é promissora.** Isso porque o próprio desenvolvimento tecnológico, quando indevidamente condicionado, acaba por encontrar formas de se desenrolar das amarras regulatórias, criando novos espaços de anomalia jurídica. Assim, **a partir de reconhecimento da ineficiência do poder de polícia em acompanhar as mudanças tecnológicas do mercado, tem surgido, nos ordenamentos estrangeiros, um novo instrumento de regulação, utilizado para promover, e não para limitar, a evolução das tecnologias: trata-se da *sandbox* regulatória [...].** (grifos nossos)

Conforme pode ser observado no trecho supratranscrito, o *sandbox* surge como uma alternativa à atuação vagarosa do legislador, sendo um meio controlado de desenvolvimento de inovações nos ordenamentos estrangeiros, que foi transportado para o Brasil de maneira adaptada. Em junho de 2019, o Banco Central do Brasil (BACEN), a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP)<sup>23</sup>, emitiram o Comunicado Conjunto de 13 de junho de 2019 (Brasil, 2019b), sobre a intenção de implementar no Brasil um modelo de *Sandbox* Regulatório, nos moldes do que vinha ocorrendo em outros países do mundo, conforme se observa:

A Secretaria Especial de Fazenda do Ministério da Economia, o Banco Central do Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários e a Superintendência de Seguros Privados **tornam pública a intenção de implantar um modelo de *sandbox* regulatório no Brasil.**

**Essa iniciativa surge como resposta à transformação que vem acontecendo nos segmentos financeiro, de capitais e securitário.** O uso de tecnologias inovadoras, como distributed ledger technology – DLT, blockchain, roboadvisors e inteligência artificial, tem permitido o surgimento de novos modelos de negócio, com reflexos na oferta de produtos e serviços de maior qualidade e alcance.

**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

<sup>22</sup> Nos termos postos por Blanchet, Gazotto e Ferneda (2020), as zonas cinzentas são espaços que a regulação não alcança, o que permite uma certa liberalidade de exploração de lacunas normativas pelos particulares.

<sup>23</sup> Agentes normativos supervisores do Sistema Financeiro Nacional.

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.

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.

Espera-se que a implantação desse regime regulatório seja capaz de promover o desenvolvimento de produtos e serviços mais inclusivos e de maior qualidade e possa fomentar a constante inovação nos mercados financeiro, securitário e de capitais. (Brasil, 2019b) (grifos nossos)

Frente ao exposto, verifica-se que os agentes supervisores citados agiram de maneira prévia ao próprio legislador, buscando atuar de maneira flexível, dentro dos limites das normas pátrias, mas objetivando adaptar suas normas setoriais às inovações do mercado.

O objeto de estudo deste trabalho, qual seja, o conteúdo da Audiência Pública SDM 05/2019, surgiu desse esforço da CVM, juntamente aos demais agentes citados, tendo sido o edital da audiência publicado no dia 27 de setembro de 2019. Nos termos do edital, as manifestações poderiam ser enviadas até o dia 12/10/2019 e o objeto de discussão da audiência foi a minuta para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental no âmbito da CVM. Após todo o trâmite e aprovação da minuta com alterações, em 30/09/2021, foi finalizado o primeiro processo de admissão de participantes de *sandbox* regulatório na CVM.

Em que pese o processo de admissão realizado, a introdução legislativa formal do *sandbox* se deu apenas em 02 de junho de 2021, por meio da Lei Complementar n.º 182/2021<sup>24</sup> (Brasil, 2021) no Diário Oficial da União (DOU), pouco tempo antes do resultado do primeiro processo de admissão de participantes da CVM. O instituto é mencionado de forma específica no artigo 11:

Art. 2º Para os efeitos desta Lei Complementar, considera-se:

II - ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório): conjunto de condições especiais simplificadas para que as pessoas jurídicas participantes possam receber autorização temporária dos órgãos ou das entidades com competência de regulamentação setorial para desenvolver modelos de negócios inovadores e testar técnicas e tecnologias experimentais, mediante o cumprimento de critérios e de limites previamente estabelecidos pelo órgão ou entidade reguladora e por meio de procedimento facilitado.

**Art. 11. Os órgãos e as entidades da administração pública com competência de regulamentação setorial poderão, individualmente ou em colaboração, no âmbito de programas de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório),**

---

<sup>24</sup> Institui o marco legal das *startups* e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

**afastar a incidência de normas sob sua competência em relação à entidade regulada ou aos grupos de entidades reguladas.**

§ 1º A colaboração a que se refere o caput deste artigo poderá ser firmada entre os órgãos e as entidades, observadas suas competências.

**§ 2º Entende-se por ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório) o disposto no inciso II do caput do art. 2º desta Lei Complementar.**

§ 3º O órgão ou a entidade a que se refere o caput deste artigo disporá sobre o funcionamento do programa de ambiente regulatório experimental e estabelecerá:

I - os critérios para seleção ou para qualificação do regulado;

II - a duração e o alcance da suspensão da incidência das normas; e

III - as normas abrangidas. (grifos nossos).

Conforme os termos supratranscritos, tal normativa autoriza entidades setoriais, no âmbito de suas competências, a regulamentarem, de forma individual ou em colaboração, programas de ambiente regulatório experimental, conhecidos como *sandboxes* regulatórios.

Observa-se ainda que nos termos do art. 11, §3º da supracitada norma, compete ao órgão regulamentar para implementação de *sandbox* estabelecer critérios de qualificação e seleção, de maneira que não desrespeite os princípios constitucionais, inclusive o da igualdade previsto no art. 5º da CR/88 (Brasil, 1988), quais normas que podem ser suspensas, assim como o lapso temporal de sua vigência, lembrando que não podem suspender normas que não seja de sua competência.

Em uma primeira análise, a introdução legislativa é bastante sucinta de forma a permitir que, dentro dos limites das normas pátrias, cada entidade ou órgão regulamentadores, observadas suas competências, trabalhe da maneira que melhor lhes aprouver. Isso foi feito pela CVM antes mesmo da publicação da norma, que nos termos do comunicado conjunto de 2019, informava o interesse da CVM em implementar o *sandbox*; essa atuação ocorre permitindo a flexibilização 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 [...]**” (grifos nossos).

Frente às delimitações postas pelo art. 11 da LC n.º 182/2021, percebe-se que determinados agentes do mercado terão competência para instituir um *sandbox*, devendo o órgão ou entidade possuir capacidade regulamentar para retirar determinadas normas que originalmente seriam exigidas. Diante disso, passa-se a uma análise da Comissão de Valores Mobiliários, de forma a entender o que fundamentou seu pioneirismo juntamente ao BACEN e a SUSEP para implementarem *sandboxes* no Brasil.

## 4 A COMPETÊNCIA REGULAMENTAR DA CVM

Essa seção volta-se à explanação da competência regulamentar da CVM, de maneira a demonstrar o que fundamenta a possibilidade de implementar *sandbox* em seu âmbito para, posteriormente, analisar uma das etapas de operacionalização da ideia, qual seja, a Audiência Pública SDM n.º 05/2019, em especial no que diz respeito ao edital e às manifestações subjetivas recebidas.

### 4.1 Competência Regulamentar da CVM

A entidade sobre a qual se realiza o presente estudo é a Comissão de Valores Mobiliários (CVM)<sup>25</sup>. Mediante consulta à página da entidade, a CVM “[...] é uma entidade autárquica, em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, criada pela Lei 6.385/76, com a finalidade de **disciplinar**, fiscalizar e desenvolver o **mercado de valores mobiliários**” (grifos nossos).<sup>26</sup>

<sup>25</sup> Ao que pese a CVM ter desenvolvido *sandbox* em uma iniciativa conjunta, optou-se neste estudo por estudar apenas o desenvolvimento no âmbito da entidade tendo em vista a organização das informações em sua página institucional relativas ao funcionamento e condução do processo de *sandbox*, sendo uma escolha estratégica para fins metodológicos.

<sup>26</sup> Art. 1º Serão disciplinadas e fiscalizadas de acordo com esta Lei as seguintes atividades:

- I - a emissão e distribuição de valores mobiliários no mercado;
- II - a negociação e intermediação no mercado de valores mobiliários;
- III - a negociação e intermediação no mercado de derivativos;
- IV - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores;
- V - a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Mercadorias e Futuros;
- VI - a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários;
- VII - a auditoria das companhias abertas;
- VIII - os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

[...]

**Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária.**

[...]

**Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:**

**I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;**

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

**III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;**

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório.

§ 1º O disposto neste artigo não exclui a competência das Bolsas de Valores, das Bolsas de Mercadorias e Futuros, e das entidades de compensação e liquidação com relação aos seus membros e aos valores mobiliários nelas negociados.

**§ 2º Serão de acesso público todos os documentos e autos de processos administrativos, ressalvados aqueles cujo sigilo seja imprescindível para a defesa da intimidade ou do interesse social, ou cujo sigilo esteja assegurado por expressa disposição legal.**

Em complemento, no Regimento Interno da CVM, a Resolução CVM n° 24 (Brasil, 2021a) prescreve:

Art. 1º A Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criada pela Lei n° 6.385, de 07 de dezembro de 1976, é uma entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Economia, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária, com sede e foro na cidade do Rio de Janeiro, Estado do Rio de Janeiro, e jurisdição em todo o território nacional.

O Supremo Tribunal Federal, na decisão da Ação Direta de Inconstitucionalidade 5906/DF, julgada pelo Pleno em 06/03/2023, entendeu que as agências reguladoras recebem de lei poder regulamentar, estando, entretanto, limitadas às matérias disciplinadas em suas normas instituidoras e posteriores alterações. Na prática, isso impõe inovações limitadas a temáticas específicas, conforme é possível observar na ementa do julgado:

Ementa: CONSTITUCIONAL. ADMINISTRATIVO. AGÊNCIAS REGULADORAS E PODER REGULAMENTAR. ART. 24, VIII, E ART. 78-A DA LEI 10.233/2011. RESOLUÇÃO ANTT 233/2003. PREVISÃO LEGAL DA COMPETÊNCIA PARA A AGÊNCIA REGULADORA EDITAR REGULAMENTO SOBRE INFRAÇÕES ADMINISTRATIVAS. PREVISÃO DAS SANÇÕES CABÍVEIS E CRITÉRIOS MÍNIMOS PARA A REGULAMENTAÇÃO. ALEGAÇÃO DE VIOLAÇÃO AO PRINCÍPIO DA LEGALIDADE. IMPROCEDÊNCIA.

**1. As Agências Reguladoras, criadas como autarquias especiais pelo Poder Legislativo (CF, art. 37, XIX), recebem da lei que as instituem uma delegação para exercer seu poder normativo de regulação, competindo ao Congresso Nacional a fixação das finalidades, dos objetivos básicos e da estrutura das Agências, bem como a fiscalização de suas atividades.**

**2. As Agências Reguladoras não poderão, no exercício de seu poder normativo, inovar primariamente a ordem jurídica sem expressa delegação, tampouco regulamentar matéria para a qual inexista um prévio conceito genérico, em sua lei instituidora (standards), ou criar ou aplicar sanções não previstas em lei, pois, assim como todos os Poderes, Instituições e órgãos do poder público estão submetidas ao princípio da legalidade (CF, art. 37, caput).**

3. No caso em julgamento, a Lei 10.233/2003, com as alterações redacionais supervenientes, fixou os critérios mínimos indispensáveis para o exercício, pela Agência Reguladora, da competência para imposição de sanções pela prática de infrações administrativas.

4. As disposições emanadas da Resolução ANTT 233/2003 obedecem às diretrizes legais, na medida em que protegem os interesses dos usuários, relativamente ao zelo pela qualidade e pela oferta de serviços de transportes que atendam a padrões de eficiência, segurança, conforto, regularidade, pontualidade e modicidade das tarifas, assim como a cominação das penas não desborda da parâmetros estabelecidos em lei.

5. Ação Direta julgada improcedente.

(ADI 5906, Relator(a): MARCO AURÉLIO, Relator(a) p/ Acórdão: ALEXANDRE DE MORAES, Tribunal Pleno, julgado em 06-03-2023, PROCESSO ELETRÔNICO DJe-s/n DIVULG 15-03-2023 PUBLIC 16-03-2023) (grifos nossos)

---

**§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários poderá:**

**I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;**

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas. (grifos nossos). (Brasil, 1976)

Em relação à natureza jurídica, conforme disposição legal, a CVM se constitui como uma autarquia. Esta é uma das figuras existentes entre as entidades da administração pública indireta, que possui uma série de prerrogativas, dentre elas, a atuação em nome do poder público, nos liames do que é admitido pela legislação pátria, conforme aponta Di Pietro (2023), veja-se:

[...] a autarquia é pessoa jurídica de direito público, o que significa ter praticamente as mesmas prerrogativas e sujeições da Administração Direta; o seu regime jurídico pouco difere do estabelecido para esta, aparecendo, perante terceiros, como a própria Administração Pública; difere da União, Estados e Municípios – pessoas públicas políticas – por não ter capacidade política, ou seja, o poder de criar o próprio direito; é pessoa pública administrativa, porque tem apenas o poder de autoadministração, nos limites estabelecidos em lei; [...] (Di Pietro, 2023, p. 579) (grifos nossos)

Perante o exposto, a partir dos objetivos de sua criação e das normas regulamentadoras, foi possível que a CVM implementasse um ambiente regulatório experimental mesmo antes da promulgação da LC n.º 182/2021, o que vai ao encontro do desenvolvimento e da ampliação do mercado de valores mobiliários.

Em relação ao meio adotado pela CVM, houve a propositura de uma minuta de programa de seleção de projetos, que passou por consulta pública na audiência pública SDM n.º 05/2019, que objetivou discutir justamente a “minuta de instrução que dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental” no âmbito da CVM. A realização de ações como essa por parte da CVM está regulamentada no art. 8º da Lei 6.385/1976 (Brasil, 1976), que autoriza o recebimento de sugestões de interessados, veja-se:

Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

[...]

§ 3º Em conformidade com o que dispuser seu regimento, a Comissão de Valores Mobiliários **poderá:**

**I - publicar projeto de ato normativo para receber sugestões de interessados;**

II - convocar, a seu juízo, qualquer pessoa que possa contribuir com informações ou opiniões para o aperfeiçoamento das normas a serem promulgadas. (grifos nossos)

Oliveira (1997) menciona a realização de audiências públicas como elemento da construção de um novo conceito de cidadania na contemporaneidade, o que caracteriza um meio de participação popular na Administração Pública e permite a participação direta dos cidadãos no processo decisório, além de vincular o instituto da audiência pública ao Estado Democrático de Direito. A audiência pública, por sua vez, é conceituada como um meio de legitimação das ações do poder público, conforme Moreira (1992 *apud* Oliveira, 1997, p. 272):

[...] um instituto de participação administrativa aberta a indivíduos e a grupos sociais determinados, visando à legitimidade da ação administrativa, formalmente disciplinada em lei, pela qual se exerce o direito de expor tendências, preferências e opções que possam conduzir o Poder Público a uma decisão de maior aceitação consensual [...].

A partir do exposto, pode-se concluir que audiência pública é um espaço de diálogo voltado à solução conjunta entre o poder público e a sociedade civil, um método de aproximação entre as partes. É válido ressaltar que as manifestações recebidas em audiências públicas são de caráter consultivo, podendo ou não ser viabilizadas pelo órgão ou entidade que está promovendo a consulta, como pode ser percebido, por exemplo no art. 8º, §3º, da Lei 6.385/1976 (Brasil, 1976) que fala em “I - publicar projeto de ato normativo para **receber sugestões** de interessados” (grifos nossos). A partir disso, passa-se à análise do conteúdo da audiência Audiência Pública SDM n.º 05/2019.

#### **4.2 O conteúdo da Audiência Pública SDM n.º 05/2019**

Antes de adentrar em uma exposição do edital da audiência e das manifestações subjetivas que ocorreram pela sociedade civil, resalta-se que foi desenvolvida, a partir da minuta inicialmente posta e da análise das manifestações, a Instrução Normativa CVM nº 626 e o fluxograma de processo de admissão de participantes para os editais que viriam a ser desenvolvidos. A IN citada, posteriormente, foi revogada pela Resolução CVM nº 29.

Em que pese a alteração, tal fato não prejudica o estudo proposto, na medida em que a própria CVM já se manifestou no sentido de não ter havido mudanças substanciais nos dispositivos, tendo sido realizada a revisão devido à promulgação do Decreto n.º 10.139/19 (Brasil, 2019c), que estabeleceu a revisão de diversas normativas da CVM, assim como de diversos órgãos e entidades da administração pública federal direta, autárquica e fundacional, com prazos fatais para que isso ocorresse. Tal sistemática pode ser observada a partir do documento “Considerações do Comitê de *Sandbox* acerca do 1º processo de admissão” (Brasil, 2021c), disponível na página institucional da CVM:

[...] À época refletido no art. 3º da Instrução CVM 626. Embora a Resolução CVM 29 tenha entrado em vigor apenas em 1º de junho de 2021, ou seja, quando já decorridas diversas das etapas aqui referidas, serão feitas neste documento referências apenas a Resolução hoje em vigor, tendo em vista que a revogação da referida Instrução se deu exclusivamente em função do processo de revisão e consolidação de atos normativos promovido pelo Decreto 10.139/19, sem qualquer alteração no conteúdo substancial dos dispositivos [...] (Brasil, 2021c, p.4).

O acontecimento acima exposto é histórico e demonstra a mutabilidade das normas, a não estaticidade e a necessidade de alterações para que a finalidade da criação de uma normativa seja atendida (Nader, 2021). A partir disso, expõem-se os principais pontos do edital da Audiência Pública SDM n.º 05/2019.

##### **4.2.1 O Edital da Audiência Pública SDM n.º 05/2019**

No dia 28/08/2019, a Comissão de Valores Mobiliários publicou em sua página institucional o “Edital de Audiência Pública SDM n.º 05/2019” (Brasil, 2019a), que possui como objetivo discutir a “minuta de instrução que dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (*sandbox* regulatório)” no âmbito da entidade. A minuta era um anexo ao edital (Anexo A - EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N° 05/19).

Constava no Edital que poderiam ser concedidas autorizações temporárias para que pudessem ser testados por pessoas jurídicas modelos de negócio (produtos ou serviços) inovadores em atividades regulamentadas pela CVM, dinâmica usual no processo de ambiente experimental temporário.

Explicitava-se ainda que as propostas minutas tinham por base experiências internacionais satisfatórias<sup>27</sup> coletadas a partir de um fórum de interação multissetorial entre os setores público e privado, qual seja o *GT Fintech do Laboratório de Inovações Financeiras – LAB* (Lab, [2023?]), que visa a “promoção da inovação e das finanças sustentáveis no Brasil”,<sup>28</sup> sendo a CVM um dos parceiros desenvolvedores do projeto.

---

<sup>27</sup> Ao longo do edital, diversas experiências de sandboxes internacionais são citadas, contando um pouco de suas especificidades legislativas e resultados obtidos nas iniciativas já realizadas. Os países citados como referência na redação do edital e da minuta foram: Reino Unido, Cingapura, Austrália e México.

<sup>28</sup> **Quem somos – Informações disponíveis na página institucional**

O Laboratório de Inovação Financeira (LAB) atua desde 2017 como um fórum de interação multissetorial e um espaço de diálogo público privado para a promoção da inovação e das finanças sustentáveis no Brasil.

Fruto de uma parceria entre a Associação Brasileira de Desenvolvimento (ABDE), o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e a Deutsche Gesellschaft für Internationale Zusammenarbeit (GIZ) GmbH – que se juntou ao grupo em 2019 –, o LAB reúne representantes do governo e da sociedade para debater alternativas inovadoras para o financiamento de investimentos sustentáveis, endereçando temas selecionados pelos próprios membros do LAB.

Seu objetivo é estimular a inovação e o desenvolvimento do ecossistema das finanças sustentáveis no país para viabilizar recursos privados para projetos com adicionalidade socioambiental e, assim, acelerar a transformação necessária para uma economia mais justa e de baixo carbono.

Participam do LAB entidades do governo, entre as quais diversos Ministérios e Reguladores (Banco Central, Previc, Susep, além da CVM), Associações Representativas, Bancos Públicos e Privados, B3, Bancos de Desenvolvimento e Agências de Fomento, Consultorias e Escritórios de Advocacia, Empresas, ONGs, além de representantes da academia.

#### **Governança**

A condução das atividades do LAB acontece através da dedicação voluntária de representantes das organizações membro, em sua integração em Grupos de Trabalho temáticos (GTs), Subgrupos de Trabalho (SGTs) e iniciativas. A gestão e acompanhamento da Secretaria Executiva (SE), assessorada pela condução técnica dos consultores especialistas e apoiada pelo Comitê de Comunicação e Assessoria de Comunicação são o corpo de operação do LAB, nos termos das deliberações estratégicas do Comitê Gestor. A instância deliberativa do LAB é o Comitê Gestor (CG), formado por membros fundadores ativos e membros mantenedores rotativos ou temporários. O LAB pode contar com Parceiros Implementadores que, conjuntamente a renomados especialistas na agenda de Inovação Financeira e Finanças Sustentáveis, podem formar um conselho consultivo ad hoc que faz sugestões e recomendações ao Comitê Gestor sobre assuntos relacionados às temáticas em que estão envolvidos, mediante escuta provocada pelo próprio Comitê [...]. (Lab, [2023?])

Em 2019, o Fundo Monetário Internacional (FMI) ponderou sobre as medidas de salvaguarda que recomenda que as entidades do setor financeiro que pretendem implementar *sandboxes* observem, quais sejam:

[...] **limite de usuários ou valores investidos; monitoramento constante do processo, com aplicação de obrigações adicionais e a qualificação do dever de informar; mitigação de riscos e proteções adicionais aos consumidores; bem como especificação das normas regulatórias não isentáveis** [...] (Blanchet; Gazotto; Ferneda, 2020, p. 80)

As medidas citadas foram observadas pela CVM, conforme pode ser percebido a partir da análise do edital da minuta (Brasil, 2019a) e das frentes de desenvolvimento postas, quais sejam:

- i. *Coordenação de reguladores*: previsão de um procedimento especial de autorização quando for necessário o aval de mais de uma entidade reguladora;<sup>29</sup>propõe-se que operacionalização seja acompanhada por meio de Comitê, de maneira a não inviabilizar a participação e desenvolvimento de projetos por ausência de delimitação prévia de processos; destaca-se que a CVM não descarta testes envolvendo interação entre o ordenamento pátrio e ordenamentos estrangeiros.
- i. *Crítérios de elegibilidade*: para utilizar dos benefícios do ambiente regulatório experimental devem ser atendidos requisitos mínimos, que são os critérios de elegibilidade.<sup>30</sup> A CVM manifestou um especial interesse em receber manifestações

<sup>29</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

[...] O art. 4º da Minuta prevê que o Comitê poderá estabelecer procedimentos complementares com a finalidade de buscar tal alinhamento entre reguladores. Os desafios relacionados à coordenação com demais reguladores brasileiros são diversos e podem envolver, por exemplo, diferenças entre cronogramas dos ciclos de participação, critérios de elegibilidade e alcance do mandato legal, ou até mesmo da inexistência, em um primeiro momento, de atos normativos emitidos pelos demais reguladores que regulamentem seus ambientes regulatórios experimentais [...]. (Brasil, 2019a)

<sup>30</sup> **Minuta de Instrução CVM – Anexo do Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

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;

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;

III – o proponente deve demonstrar possuir capacidades técnica e financeira suficientes para desenvolver a atividade pretendida;

IV – os administradores e sócios controladores diretos ou indiretos do requerente não podem:

a) estar inabilitados ou suspensos para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelos órgãos reguladores;

b) ter sido condenados por crime falimentar, prevaricação, corrupção, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; e

c) estar impedidos de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa;

V – o proponente não pode estar proibido de:

subjetivas sobre esse ponto, objetivando entender sua adequação e suficiência, ou seja, ainda seriam necessários outros requisitos e novas restrições. Mostra-se importante a observância do art.5º, I da minuta que prevê que a atividade deve estar enquadrada no conceito de “modelo de negócio inovador”<sup>31</sup>. Este está caracterizado no Capítulo II da LC n.º 182/2021 (Brasil, 2021), veja-se:

#### CAPÍTULO II - DO ENQUADRAMENTO DE EMPRESAS STARTUPS

Art. 4º São enquadradas como startups as organizações empresariais ou societárias, nascentes ou em operação recente, cuja atuação caracteriza-se pela inovação aplicada a modelo de negócios ou a produtos ou serviços ofertados.

§ 1º Para fins de aplicação desta Lei Complementar, são elegíveis para o enquadramento na modalidade de tratamento especial destinada ao fomento de startup o empresário individual, a empresa individual de responsabilidade limitada, as sociedades empresárias, as sociedades cooperativas e as sociedades simples:

I - com receita bruta de até R\$ 16.000.000,00 (dezesesseis milhões de reais) no ano-calendário anterior ou de R\$ 1.333.334,00 (um milhão, trezentos e trinta e três mil trezentos e trinta e quatro reais) multiplicado pelo número de meses de atividade no ano-calendário anterior, quando inferior a 12 (doze) meses, independentemente da forma societária adotada;

II - com até 10 (dez) anos de inscrição no Cadastro Nacional da Pessoa Jurídica (CNPJ) da Secretaria Especial da Receita Federal do Brasil do Ministério da Economia; e

III - que atendam a um dos seguintes requisitos, no mínimo:

a) declaração em seu ato constitutivo ou alterador e utilização de modelos de negócios inovadores para a geração de produtos ou serviços, nos termos do inciso IV do caput do art. 2º da Lei nº 10.973, de 2 de dezembro de 2004; ou

b) enquadramento no regime especial Inova Simples, nos termos do art. 65-A da Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006.

§ 2º Para fins de contagem do prazo estabelecido no inciso II do § 1º deste artigo, deverá ser observado o seguinte:

I - para as empresas decorrentes de incorporação, será considerado o tempo de inscrição da empresa incorporadora;

II - para as empresas decorrentes de fusão, será considerado o maior tempo de inscrição entre as empresas fundidas; e

III - para as empresas decorrentes de cisão, será considerado o tempo de inscrição da empresa cindida, na hipótese de criação de nova sociedade, ou da empresa que a absorver, na hipótese de transferência de patrimônio para a empresa existente. (Brasil, 2021)

- ii. *Procedimentos para análise e seleção*: é proposta a criação de um Comitê de análise dos projetos “*composto por servidores lotados em diversas superintendências da CVM*”, ressaltando-se que a previsão é de que o funcionamento do Comitê seja

---

a) contratar com instituições financeiras oficiais; e

b) participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta; e

VI – o proponente deve ter adotado políticas, procedimentos e controles internos que, no mínimo:

a) estabeleçam mecanismos de proteção contra ataques cibernéticos e acessos lógicos indevidos a seus sistemas; e

b) versem sobre a produção e guarda de registros e informações, inclusive para fins de realização de auditorias e inspeções.

<sup>31</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

[...] O ambiente regulatório experimental também poderá ser acessado por modelos de negócio inovadores que pretendam desenvolver inovações de cunho predominantemente mercadológico, quer pelo lançamento de novos produtos e serviços ou pelo aprimoramento de produtos e serviços já oferecidos no mercado [...]. (Brasil, 2019a)

posteriormente regulamentado em Portaria.<sup>32</sup> Existiam dúvidas sobre a limitação ou não do número de participantes por edital, optando-se por deixar a questão sob análise<sup>33 34</sup> 35;

As normas afastadas variam caso a caso, a depender das solicitações feitas pelos particulares e das concessões realizadas pelo Colegiado da CVM, conforme encaminhamento do Comitê. Dadas as especificidades técnicas e a complexidade dos projetos, é possível que ocorra a participação de terceiros enquanto consultores da CVM nas decisões de concessão ou não de autorizações, como universidades, pesquisadores, entidades representativas e associações,<sup>36</sup> o que é fundamental, tendo em vista que todas as decisões precisam ser fundamentadas expressamente. A CVM destaca um especial interesse em conhecer a opinião pública sobre essas questões, para que não sejam óbices, desestímulos à participação dos particulares.<sup>37</sup>

<sup>32</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

[...] Conforme disposto no art. 3º da Minuta, o Comitê publicará o procedimento para participação que estabelecerá o cronograma para envio e análise de propostas de participação, a lista completa de critérios de elegibilidade e o prazo de duração do ciclo. O Comitê também poderá fixar limites máximos no número de participantes ou restrições às atividades regulamentadas que poderão ser objeto de proposta de participação. Tais procedimentos, bem como o conteúdo do comunicado ao mercado, deverão ser previamente aprovados pelo Colegiado [...]. (Brasil, 2019a)

<sup>33</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

[...] Nesse sentido, a CVM pode decidir não estabelecer tal limitação na largada, deixando a decisão para o momento de escolha dos participantes, em função do número de propostas recebidas, sua complexidade e a existência de atividades muito semelhantes.

Assim, caso o Comitê entenda oportuno ou conveniente estabelecer algum limite máximo de participantes em determinado ciclo em que não houve a determinação prévia, bem como nos casos em que há a limitação prévia de participantes, ele estabelecerá uma priorização para fins de recomendação ao Colegiado [...]. (Brasil, 2019a)

<sup>34</sup> **Minuta de Instrução CVM – Anexo do Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

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 previsto no § 1º do art. 3º, 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.

<sup>35</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

[...] 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 [...]. (Brasil, 2019a)

<sup>36</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

[...] O Comitê poderá interagir, nos termos do art. 10, com partes interessadas, tais como universidades, pesquisadores, entidades representativas e associações, sempre com o objetivo de firmar parceria para a realização do referido relatório de análise das propostas [...]. (Brasil, 2019a)

<sup>37</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

- iii. *Aprovação e Monitoramento*: em que pesem as recomendações do **Comitê**, a decisão sobre a concessão de autorizações cabe ao **Colegiado**, que são órgãos pertencentes à estrutura administrativa da CVM. O Comitê, por meio de relatório, encaminha ao Colegiado as sugestões de requisitos que devem ser suspensos para cada projeto no âmbito do *sandbox*. A partir disso, o Colegiado realiza uma análise, podendo ou não acatar as sugestões.<sup>38</sup>

[...] 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 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 [...]. (Brasil, 2019a)

<sup>38</sup> **Minuta de Instrução CVM – Anexo do Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

Art. 6º O proponente deve apresentar proposta formal para participar do **sandbox** regulatório contendo, no mínimo, as seguintes informações:

I – descrição da atividade a ser desenvolvida e dos aspectos que a caracterizam como modelo de negócio inovador, incluindo necessariamente:

- a) o nicho de mercado a ser atendido pelo serviço ou produto oferecido;
- b) a descrição de benefícios esperados para o mercado e para os clientes, os investidores ou partes interessadas; e
- c) métricas previstas para mensuração de desempenho e periodicidade de aferição;

II – dispensas de requisitos regulatórios pretendidas que, em sua visão, são necessárias para o desenvolvimento da atividade pleiteada;

III – sugestões de condições, limites e salvaguardas que podem ser estabelecidos pela CVM, isoladamente ou em conjunto com outro órgão regulador, para fins de mitigação dos riscos decorrentes da atuação sob dispensa de requisitos regulatórios, tais como:

- a) limitações quanto ao número de clientes;
- b) volume máximo de operação;
- c) estabelecimento de mecanismos para receber e responder reclamações de clientes e investidores;
- d) medidas adicionais de transparência em relação às regras de comunicação previstas nesta Instrução;
- e) restrição dos valores mobiliários que podem ser transacionados; e
- f) testes de penetração e de estresse em sistemas críticos;

IV – análise dos principais riscos associados à sua atuação, incluindo aqueles relativos à segurança cibernética;

V – procedimentos necessários para a entrada em operação, contendo necessariamente um cronograma operacional indicativo; e

VI – plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada, por qualquer motivo, incluindo o tratamento a ser dado aos clientes, investidores ou partes interessadas, conforme o caso.

Parágrafo único. As sugestões para mitigação de riscos a que refere o inciso III devem apresentar soluções e possíveis medidas reparadoras para eventuais danos causados aos clientes, investidores e partes interessadas durante o período de participação no **sandbox** regulatório, incluindo eventuais seguros contratados.

[...]

Art. 12. O Colegiado decidirá sobre a concessão das autorizações requeridas sopesando, entre outros aspectos, os objetivos institucionais da CVM de desenvolvimento e de proteção do mercado de capitais.

Parágrafo único. As autorizações temporárias serão concedidas às propostas aprovadas por meio de Deliberação editada pela CVM, devendo constar, para cada participante, no mínimo:

- I – o nome da empresa;
- II – a atividade autorizada e dispensas regulatórias concedidas; e
- III – as condições, limites e salvaguardas associadas ao exercício da atividade autorizada.

Após a decisão sobre as suspensões que serão concedidas e delimitação das condições, nos termos da minuta, pretende-se a concessão de 1 (um) ano para desempenho da atividade, prorrogável por igual período;<sup>39 40</sup>

- iv. *Comunicação do participante*: os participantes devem informar aos usuários do produto ou serviço inovador que o desenvolvimento está se dando por meio de uma autorização temporária. A depender do vínculo obrigacional firmado entre as partes, será necessária a assinatura de termo de ciência de risco, como ocorre em atividades de captação e administração de recursos de investidores e clientes. Também neste ponto, a CVM se manifesta sobre a especial intenção de escutar a opinião pública.<sup>41</sup>
- v. *Encerramento da participação*: descumprimento de previsões editalícias e erros na execução do projeto<sup>42</sup> podem encerrar precocemente a participação dos particulares no *sandbox*; essa ação deve prever ciência aos usuários. Caso a CVM perceba vantagens na retirada de certas determinações legais, com o objetivo de estendê-las a outros projetos ou terceiros, como forma, inclusive, de não criar uma concorrência desleal entre os agentes do mercado, neste caso, de forma institucionalizada;<sup>43</sup>

<sup>39</sup> **Minuta de Instrução CVM – Anexo do Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

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

[...]

III – o prazo de duração do ciclo do *sandbox* regulatório, que poderá ser de no máximo 1 (um) ano, ressalvado o disposto no § 3º.

[...]

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

<sup>40</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

Cumprir enfatizar que a flexibilização regulatória só será possível nos limites estabelecidos pelo mandato legal do regulador, ou seja, não alcança dispensas a requisitos e disposições estabelecidos em lei e em outras normas fora do âmbito de competência da CVM, que não poderão ser objeto de flexibilização. (Brasil, 2019a)

<sup>41</sup> **Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

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. (Brasil, 2019a)

<sup>42</sup> **Minuta de Instrução CVM – Anexo do Edital de Audiência Pública SDM 05/2019**

Art. 18. A CVM pode suspender ou cancelar autorização temporária concedida ao participante do **sandbox** regulatório a qualquer tempo, em função de:

I – descumprimento dos deveres estabelecidos nos arts. 13, 14 e 15;

II – existência ou superveniência de falhas operacionais graves na implementação do modelo de negócio inovador, conforme apresentado ao Comitê do **Sandbox**;

III – entendimento do Comitê de **Sandbox** de que a atividade desenvolvida gera riscos excessivos e que não foram previstos anteriormente;

IV – constatação de que o participante deixou de cumprir com algum critério de elegibilidade; ou

V – existência de indícios de irregularidades.

<sup>43</sup> 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 abordagem visa antecipar, para todos os participantes do

Por fim, estabeleceram-se no edital regras específicas de manifestação para a audiência, o que permitiria um melhor aproveitamento, segundo a CVM, das sugestões encaminhadas, com especial enfoque na determinação do objeto da manifestação e fundamentação na propositura feita, dentre as quais destacam-se a especificação do artigo da minuta ao qual se refere e a clareza nas ideias postas, apresentando, se for o caso, dados estatísticos como meio de convencimento da pertinência da ideia trazida.

Após uma breve exposição sobre os liames do edital, passe-se a uma análise das manifestações subjetivas recebidas pela CVM. É o que se passa a fazer.

#### **4.2.2 Manifestações Subjetivas da Audiência Pública SDM n.º 05/2019**

Em um primeiro momento, ressalta-se que as sugestões recebidas tempestivamente estão disponíveis no site institucional da Comissão de Valores Mobiliários, em “*CVM > AUDIÊNCIAS E CONSULTAS PÚBLICAS AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM 05/2019 > Manifestações recebidas*”.

Posteriormente à realização da audiência, a CVM disponibilizou ao público um relatório com o resumo dos fatos, elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM. Conforme o relatório de análise da audiência, os participantes tempestivos, aqueles que realizaram suas manifestações entre os dias 28 de agosto e 12 de outubro de 2019 foram os seguintes:

- (i) Associação Brasileira de Criptoativos e Blockchain (“ABCB”); (ii) Associação Brasileira de Crédito Digital (“ABCD”); (iii) Associação Brasileira de Fintechs (“ABFintechs”); (iv) Associação Brasileira de Instituições de Pagamentos (“ABIPAG”); (v) Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (“ANBIMA”); (vi) B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (“B3”); (vii) Balera, Berbel e Mitne Advogados (“Balera”); (viii) Baptista Luz Advogados (“Baptista Luz”); (ix) Beatriz Dib Nami (“Beatriz Nami”); (x) Bitcapital; (xi) Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (“BNDES”); (xii) Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados, e Monteiro e Monteiro Advogados Associados, em manifestação conjunta (“Bocater e Monteiro”); (xiii) Borba, Simões Barbosa, Bessone e Cristofaro Advogados (“BSBC”); (xiv) E. Camilo Sociedade Individual de Advocacia (“C2Law”); (xv) Cescon Barrieu, Flesch & Barreto Advogados Associados (“Cescon Barrieu”); (xvi) CFA Society Brazil (“CFA Society”); (xvii) Grupo de Pesquisa Interdisciplinar Democracia, Experimentalismo & Economia Política da Faculdade de Direito da USP (“DEEPU SP”); (xviii) HashInvest; (xix) MD8 Consulting (“MD8”), (xx) Nu Investimentos Ltda. (“Nubank”); (xxi) Pinheiro Neto Advogados (“Pinheiro Neto”); (xxii) SBK Capital Ltda. (“SBK Capital”); (xxiii) Secretaria da Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência do Ministério da Economia (“SEPRAC”); (xxiv) Siqueira Castro Advogados (“Siqueira Castro”); (xxv) Stocche Forbes Advogados (“Stocche Forbes”); e (xxvi) Vieira Rezende e

---

mercado, os aprimoramentos à regulamentação vigente que só seriam alcançados após cumprimento do rito ordinário da CVM de alteração normativa, como forma de mitigar o risco de atuação em vantagem competitiva. Tal medida, não prevista expressamente na norma, é decorrente do melhor aproveitamento, pelo regulador, da experiência evidenciada a partir da observação dos testes realizados no ambiente experimental do sandbox.

Guerreiro Advogados (“Vieira Rezende”). (Brasil, 2020c, p.5).

A partir da análise pretendida, nem todos as manifestações enviadas serão pormenorizadas neste trabalho, ao que pese terem sido criteriosamente analisadas, na medida em que algumas são relacionadas à ortografia e à inclusão expressa na minuta de dispositivos e conceitos da Lei n.º 6.385/1976, que cria a CVM, ou de INs da própria CVM, o que em nada afeta o presente estudo. Os tópicos abaixo dispostos seguem a estrutura do “Relatório de Audiência Pública SDM 05/19”.

#### 4.2.2.1 *Âmbito e finalidade (art. 1º)*

Uma primeira manifestação que chama atenção é a da empresa HashInvest, que sugere que a CVM permita a participação de pessoas jurídicas com modelos de negócio inovadores em atividades que não são regulamentadas no mercado de valores mobiliários. Aponta que seria uma oportunidade de a CVM acompanhar de perto e aprender sobre o mercado dos ativos virtuais ou criptomoedas. A empresa MD8 solicita a confirmação de tal entendimento, pois, segundo se manifesta, criptomoedas não são considerados ativos financeiros nos termos da Instrução CVM n.º 555, art. 2º, V. Em resposta a CVM ressaltou que só consegue afastar normas que sejam de sua competência, por definição, não possuindo competência fora de seu perímetro regulatório, o que demandará uma análise casuística para verificar a compatibilidade ou não dos ativos com a atuação da CVM:

[...] A CVM já se manifestou publicamente diversas vezes para esclarecer que a inexistência de regulamentação específica sobre criptoativos não significa necessariamente que as atividades que envolvam tal classe de ativos não sejam regulamentadas pela CVM. Nas hipóteses em que operações com tais ativos envolverem atividades regulamentadas, serão potencialmente passíveis de apresentação de proposta de participação no ambiente regulatório experimental.

Nessa mesma linha de raciocínio, a ausência de caracterização formal dos criptoativos como ativos financeiros, para fins do disposto no inciso V do art. 2º da Instrução CVM 555, não significa necessariamente a inelegibilidade das atividades relacionadas a criptoativos para o sandbox da CVM.

O dispositivo citado pelo participante apenas define os tipos de ativos que podem ser objeto de aplicação de recursos por parte de um fundo de investimento, nos termos do art. 3º da mesma Instrução, e não tem a pretensão de exaurir a definição de o que constitui um valor mobiliário.

Existem outras formas pelas quais um criptoativo poderia ser considerado um valor mobiliário, tal como no caso da captação pública de recursos por meio de contratos de investimento coletivo, nos termos do inciso IX do art. 2º da Lei nº 6.385/76, para citar apenas um exemplo.

Assim sendo, não há que se falar em inelegibilidade ex-ante para os criptoativos. As avaliações dos critérios de elegibilidade e da proposta de participação seguirão o rito estabelecido pela Instrução, e eventualmente poderá haver casos de projetos envolvendo criptoativos e tecnologias de registro distribuído que venham a participar do sandbox da CVM. (Brasil, 2020c, p. 7).

O Nubank propõe que instituições que sejam registradas ou licenciadas junto à CVM e que estão em pleno funcionamento, sejam elegíveis a participar do *sandbox*, tendo em vista que empresas já consolidadas podem desenvolver produtos ou serviços com impacto positivo sistêmico. Mesmo as dispensas previamente concedidas a uma empresa, em caso de produção dos resultados esperados, poderiam ser ampliadas a outros negócios, inclusive os que de fato estão em estágio inicial. Para esse posicionamento, a CVM esclareceu que não existem impedimentos para aqueles que possuem registro ou licença em participarem do *sandbox*, podendo “receber proposta de todos os tipos de empresa” (Brasil, 2020c).

#### 4.2.2.2 Definições (art. 2º)

Balera sugere uma ampliação do termo “autorização temporária”, de maneira a contemplar produtos e serviços que não estão delimitados de maneira explícita como valores mobiliários, o que traria a oportunidade de a CVM acompanhar o desenvolvimento de novas atividades que ainda não tenham sido objeto de regulamentação específica. A sugestão não foi acatada pela CVM, tendo esta disciplinado que, em que pesem as definições, o que será levado em consideração são as características e a forma de oferta realizada, não sendo sobremaneira primordial uma definição nominal explícita de “autorização temporária”. Além disso, lembre-se, o que de fato importa é que a atividade desenvolvida esteja compreendida no perímetro regulatório da CVM (Brasil, 2020c).

##### 4.2.2.2.1 Comitê de Sandbox (art. 2º, inciso III)

Diversas manifestações se ocuparam em falar sobre a pouca diversidade do Comitê de análise dos projetos, frente ao fato de que será formado por servidores da CVM. Balera sugere a “inclusão de participantes do mercado, entidades de autorregulação e universidades”, por entender que a participação exclusiva de servidores limita o conhecimento técnico disponível. Bitcapital encampa a sugestão, desde que a independência de análise não seja prejudicada (Brasil, 2020c).

Bocater e Monteiro sugerem a participação de subsetores do ecossistema de *fintech*, quais sejam: a) crédito; b) *crowdfunding*; c) meios de pagamento; e d) gerenciamento financeiro. Os representantes dos subsetores, segundo o escritório, deveriam ter uma atuação não remunerada e mandatos fixos de 2 anos (Brasil, 2020c).

Cescon Barriou aponta a necessidade de haver representação do mercado no Comitê, o que permitiria um aproveitamento por parte da CVM de experiências precípuas e subsídios, ocasionando um melhoramento das regras aplicáveis a cada ciclo e àquelas relacionadas à

concessão de autorizações temporárias. Propõe uma representação paritária entre servidores da CVM e representantes do mercado, de maneira semelhante ao que ocorre no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais. De toda forma, caberia à CVM o voto de qualidade (desempate) (Brasil, 2020c).

CFA Society, mencionando o art. 10 da minuta, diz que poderá ocorrer a participação de entidades privadas, como universidades, dado o notório saber, não sendo, todavia, uma obrigação. O escritório propõe que exista a possibilidade de o Colegiado indicar pessoas reconhecidas por seus saberes a mandatos fixos de 3 anos, renovável uma vez por igual período e a atuação deverá ocorrer em regime de confidencialidade, assegurando o sigilo e dirimindo conflitos de interesse (Brasil, 2020c).

A Grupo de Estudos e Pesquisas em Direito à Educação, Economia e Políticas Educacionais (DEEP-USP) sugere que o Comitê conte com a participação de membros da sociedade civil (v.g. associações de proteção de investidores e consumidores), mesmo que a título consultivo, o que daria maior legitimidade democrática e transparência da análise dos pontos sensíveis da proposta. A escolha dos membros deveria se dar por Portaria, com direito a manifestação no Comitê, mas sem direito de voto e de veto (Brasil, 2020c).

Em uma atuação conservadora, a CVM reconheceu o mérito das manifestações recebidas relativas à ampliação e diversificação da composição do Comitê, contudo, considerou, por ora, manter a formação inicialmente proposta, mantendo apenas a participação de servidores da autarquia, conforme se depreende de sua manifestação:

As sugestões de ampliação e diversificação na composição do Comitê são meritórias, mas a CVM considera que por ora é mais apropriado manter a proposta original da Minuta de estabelecer um Comitê formado apenas por servidores da Autarquia. Nesse sentido, é importante notar que experiência com atividades de registro e supervisão e conhecimento técnico sobre a regulamentação aplicável serão elementos fundamentais para avaliar os riscos decorrentes das dispensas de requisitos regulatórios.

Dentre todas as atividades a serem desempenhadas pelo Comitê, a análise das propostas é a que mais poderia se beneficiar da pluralidade de ideias e experiências trazidas por especialistas e por participantes do mercado. Nesse sentido, ressalte-se que resta preservada a possibilidade de interação do Comitê com terceiros que não sejam servidores da CVM, nos termos do art. 10 da Minuta.

Finalmente, é oportuno destacar que essa possibilidade de interação do regulador com outros agentes representa uma inovação em relação aos sandboxes de jurisdições estrangeiras, de modo que a proposta para a regulamentação local é ainda mais aberta à participação do setor privado e do terceiro setor do que as regras de mercados mais maduros. Diante de todo o acima exposto, as sugestões não foram acatadas (Brasil, 2020c, p.12).

#### 4.2.2.2.2 Modelo de negócio inovador (art. 2º, inciso IV)

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA) apontou a pertinência na definição de modelo de negócio inovador, especialmente no sentido

de apontar que isso não está restrito ao fator tecnológico, abarcando ainda novos modelos de negócio e ganhos de eficiência. A Associação Brasileira de Instituições de Pagamentos (ABIPAG), em sentido diametralmente oposto, sugeriu uma definição que se demonstre mais restritiva, no sentido de exigir que “ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação de acesso a produtos e serviços financeiros fossem alcançados por meio de emprego de tecnologia inovadora, e não por quaisquer medidas corporativas que possam produzir resultado semelhante” (Brasil, 2020c). Isso porque, para a Associação, demasiada flexibilização poderia elevar exponencialmente o número de solicitações de modulação à CVM, inclusive em situação que a dispensa regulatória nem seria necessária para o desenvolvimento do produto ou serviço, ponderando ainda ser necessária uma inovação relevante para justificar a dispensa de requisitos. A sugestão da ABIPAG foi acatada pela CVM (Brasil, 2020c).

ABCD e C<sup>2</sup>Law sugeriram a utilização de uma definição elencada na própria instrução normativa, podendo ter um rol de requisitos para configuração de maneira alternativa ou cumulativa, tendo sido a sugestão acatada pela CVM (Brasil, 2020c).

Balera sugeriu a substituição do termo empresa pelo termo entidade, o que permitiria a participação de entidades voltadas aos mercados de títulos verdes e de finanças sustentáveis, que não possuem viés empresarial. A sugestão foi acatada pela CVM, tendo em vista que, caso a entidade deseje, poderá se submeter voluntariamente à regulação da CVM.

Em adição aos benefícios decorrentes do fomento à inovação para a economia como um todo, um ambiente regulatório experimental permite aos reguladores acompanhar de perto o desenvolvimento de novos modelos de negócios por parte de seus regulados, conhecer melhor os riscos decorrentes das inovações que seus regulados planejam desenvolver ou utilizar e aferir a (eventual) necessidade de modernizações regulatórias ou de novas rotinas de supervisão.

Ou seja, no caso concreto, o sandbox é concebido como em espaço de atuação para os agentes regulados pela CVM. Desse modo, bem como considerando que, em teoria, é possível que sociedades não empresárias se submetam voluntariamente à regulação da CVM, a sugestão foi acatada, dado que nada obsta que sociedades não empresárias possuam projetos que contemplem os benefícios esperados pela CVM com seu sandbox (Brasil, 2020c, p.14)

A Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência (SEPRAC) indica que a delimitação da expressão “modelo de negócio inovador” ficou bastante subjetiva, não sendo possível pontuar de maneira quantitativa as análises que a CVM recebeu por meio das manifestações subjetivas, ficando até mesmo de difícil compreensão. Sugere uma redação mais objetiva e específica, de modo a evitar a ocorrência de falhas analíticas pelo Comitê da CVM. Esta reconhece a pertinência das pontuações e indica que dificuldades, especialmente no início, serão inevitáveis, vindo com o tempo o aprimoramento. Ressalta ainda que poderá contar com apoio técnico externo de universidades, por exemplo (Brasil, 2020c).

#### 4.2.2.2.3 Inclusão de novas definições ao art. 2º e demais comentários

A DEEP-USP sugeriu a divisão dos participantes do *sandbox* em dois grupos: um que já seja atuante no mercado; e outro que esteja iniciando suas atividades. Isso porque os momentos e as necessidades dos grupos são diferentes, necessitando de flexibilizações diversas. Aponta que um grupo registrado “[...] *estaria mais preocupado com eventuais reações da autoridade reguladora aos produtos e serviços inovadores lançados, ao passo que o outro grupo estaria mais preocupado com os custos e os requisitos para o licenciamento de suas atividades [...]*”. A CVM não acatou a sugestão, pois entendeu que essa divisão em nada acrescentaria ao aprimoramento do modelo de *sandbox*, não havendo ganhos em realizar tal separação (Brasil, 2020c).

Ao longo de toda minuta, a autarquia utiliza o termo “ciclo”, sem, contudo, definir o que seria isso. O SEPRAC sugeriu que a definição ocorra de maneira a permitir compreender seu conteúdo. A CVM acatou a sugestão, entendendo que os períodos de maturação dos projetos podem ser diferentes, o que requer delimitar a expressão, mas sem estabelecer demasiadas restrições, observa-se

A partir do comentário do participante, a CVM optou por alterar a abordagem proposta na Minuta, que inicialmente estabelecia os ciclos de *sandbox*, visto que um ciclo pressupõe um início e um fim, não sendo razoável esperar que diferentes modelos de negócios tenham fins coincidentes.

As empresas selecionadas apenas compartilharão, no máximo, a data de início de sua participação no *sandbox*, e a data final de participação de cada empresa estará sujeita à trajetória própria, com duração que variará em função do prazo concedido para autorização temporária, de eventuais prorrogações de prazo e até mesmo do encerramento antecipado da participação.

Assim sendo, a Instrução passará a dispor sobre o Processo de Admissão de Participantes, e não mais sobre Ciclos de *Sandbox*. Uma vantagem adicional dessa nova abordagem é a possibilidade de que novos processos de admissão de participantes não requeiram o encerramento dos testes dos participantes previamente aceitos. A CVM poderá lançar novos processos de admissão sempre que julgar conveniente e oportuno, preservada sua capacidade de monitoramento dos projetos em andamento.

A nova abordagem também gerou alterações nos dispositivos acerca da rotina de comunicação da CVM a respeito do andamento do *sandbox* regulatório, dado que não caberia mais dispor sobre relatos ao final de cada ciclo de *sandbox*. A nova redação do art. 18 passa a prever que a CVM publicará periodicamente, em seção específica de sua página na rede mundial de computadores, informações sobre o andamento do *sandbox*, tais como: estatísticas sobre propostas recebidas e participações aprovadas e descrição sucinta dos modelos de negócio inovadores testados (Brasil, 2020c, p.20).

Como pode ser observado, as sugestões foram acatadas o que beneficiou a definição dos “ciclos” e o conseqüente lapso temporal durante o qual os projetos estarão vinculados ao *sandbox* no âmbito da CVM.

#### *4.2.2.3 Procedimentos estabelecidos pelo Comitê de Sandbox (atual Processo de admissão de participantes, art. 3º)*

##### *4.2.2.3.1 Modelo de funcionamento em ciclos (art. 3º, caput e inciso III – atual art. 3º, caput)*

A ANBIMA, C<sup>2</sup>Law e Vieira Rezende recomendam que não seja delimitado um período de ciclos, podendo as inscrições para o *sandbox* serem realizadas a qualquer tempo, desde que os participantes que adentrarem após o início de um ciclo aceitem flexibilizar apenas as regras que já haviam adquirido dispensa. Pinheiro Neto, por outro lado, acredita que essa questão não deve ser delimitada de início, devendo a CVM observar, após a realização de alguns ambientes experimentais, qual seria a melhor estratégia. Sugere ainda que a expressão “ciclo de participação” seja substituída por “edital de participação”. Esta sugestão foi acatada pela CVM. Em relação a ciclos/editais contínuos, a CVM considerou não serem pertinentes, pois poderia ocasionar um tratamento desigual aos particulares. Lembrou ainda que as normas suspensas são customizadas por participante, e não por ciclo (Brasil, 2020c).

##### *4.2.2.3.2 Sandbox express (art. 3º, novo dispositivo)*

Cescon Barrieu, C<sup>2</sup>Law e CFA Society sugerem a criação de uma modalidade de *sandbox* com prévia definição de atividades regulamentadas, que poderiam ser desenvolvidas com baixo risco para o mercado, nos termos da Lei n.º 13.874/19, ocasião em que os riscos deveriam ser previamente conhecidos e mensurados pelo mercado regulador. Nesse modelo, não seriam concedidas autorizações temporárias, mas sim, licenças; a empresa deveria apenas notificar o regulador que pretende utilizar a dispensa, sendo o início deste imediato. Inicialmente a CVM, de maneira conservadora, não acatou a sugestão (Brasil, 2020c).

##### *4.2.2.3.3 Considerações sobre o número máximo de participantes (art. 3º, § 1º, inciso I)*

A princípio, a minuta não trouxe uma delimitação de número máximo de participantes. O Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) recomenda a definição de um número máximo de participantes por edital. Em sentido diametralmente oposto, o C<sup>2</sup>Law e a ANBIMA acreditam que não deve haver delimitação do número máximo de participantes. Como um meio termo, a DEEP-USP manifesta-se no sentido de que a definição de um número máximo de participantes não possa ser motivo suficiente para impedir a participação de participantes. Em num sentido semelhante, o Cescon Barrieu aponta que não deve haver uma delimitação máxima, devendo existir uma análise casuística pela CVM, verificando as

restrições orçamentárias existentes. A ABIPAG se demonstra preocupada com o aspecto concorrencial no caso de estabelecimento máximo do número de participantes, sugerindo uma análise posterior à aprovação da minuta sobre a necessidade em se definir o número máximo ou não (Brasil, 2020c). Nestes termos, a CVM encampou as ideias propostas por BNDES e Cescon Barrieu, limitando inicialmente o número de participantes com a possibilidade de excepcional extensão:

A situação ideal seria recepcionar todos os interessados que cumpram os critérios de elegibilidade e cujas propostas de participação atendam aos requisitos estabelecidos. A limitação prévia do número de proponentes foi prevista na Minuta como uma prerrogativa destinada a lidar com eventuais situações fáticas, nas quais a capacidade operacional da CVM de admitir novos participantes venha a estar limitada. No entanto, a CVM reconhece a dificuldade de se efetuar um controle do volume de trabalho apenas com base na limitação do número de novos participantes, visto que os aspectos qualitativos de determinadas propostas podem tornar seu monitoramento muito mais complexo que o de outras.

Desta forma, optou-se por acatar as sugestões de BNDES e Cescon Barrieu e limitar previamente o número máximo de novos participantes, com a possibilidade excepcional de extensão do número de participantes, em função da complexidade, qualidade e quantidade das propostas recebidas e quando se verificar que o monitoramento não ficará comprometido (Brasil, 2020c, p.26).

Ao que pesem as sugestões sobre a não delimitação de um número total de participantes por ciclo, em uma atuação prudente e conservadora a CVM optou, inicialmente, em trazer esse entreva ao ambiente experimental.

#### 4.2.2.3.3 Ciclos restritos a uma ou mais atividades regulamentadas (art. 3º, § 1º, inciso II)

A ABFintechs e a Cescon Barrieu acreditam que a definição de temas para um determinado edital vão em sentido oposto à proposição de inovação, pois poderia ocorrer de determinado produto ou serviço nunca ser compatível com algum edital. A B3 sugere que a CVM, o quanto antes, manifeste-se sobre os temas que pretenderá desenvolver por meio de *sandbox* no Brasil. A CVM optou por delimitar, através de comunicado, as áreas de maior interesse em fomentar a inovação, reservando-se o direito de testar determinadas atividades em detrimento de outras, sendo possível testes com atividades que não tenham inovação alguma a ela atreladas (Brasil, 2020c).

#### 4.2.2.3.4 Prazo de duração dos ciclos (art. 3º, inciso III e § 3º - atual art. 12, § 2º)

Inicialmente, conforme consta na minuta, a CVM considerou um prazo de 12 meses de autorização temporária, em período único. Muitas manifestações foram recebidas em relação a esse tópico, tanto no sentido de redução do prazo de teste, chegando a ter sugestões de reduzir para 3 meses; quanto de aumentos, de até 2 anos. Sugeriu-se ainda a divisão em duas etapas, um primeiro teste e, em caso de sucesso, avançar para uma segunda etapa. A sugestão acatada

quanto ao prazo foi a do C<sup>2</sup>Law, no sentido de ampliar o prazo para 2 anos, mantendo-se um único período (Brasil, 2020c).

#### *4.2.2.4 Procedimentos complementares (art. 4º)*

##### *4.2.2.4.1 Parceria com entidades (art. 4º, novo inciso IV)*

É possível, a partir da minuta que foi proposta, que sejam firmadas parcerias com entidades privadas para que auxiliem a autarquia. Conforme consta no relatório, a manifestação da ANBIMA foi nesse sentido, lembrando que as parcerias permitem que a iniciativa privada disponibilize recursos que ampliam a capacidade técnica de análise.

ANBIMA sugere que seja incluído novo inciso IV ao art. 4º para prever a possibilidade de a CVM estabelecer parcerias com as associações de classe e entidades autorreguladoras para apoio à análise de propostas de participação no sandbox regulatório, em linha com o que já está previsto no caput do art. 10. Acredita que tais parcerias permitem que a iniciativa privada disponibilize recursos para ampliar a capacidade de avaliação de propostas a serem testadas, e cita como exemplo o convênio de ofertas firmado entre CVM e ANBIMA.

ANBIMA registra que está disponível para cooperar com a governança do sandbox regulatório da CVM e contribuir de forma consultiva, oferecendo informações e suporte em temas que a CVM julgar pertinentes, em linha com o papel desempenhado pelas entidades observadoras do GFIN (Brasil, 2020c, p.36).

A sugestão de inclusão de um novo inciso não foi acatada pela CVM, sob o argumento de já existir outro dispositivo permissivo nesse sentido (art. 10 da minuta).

##### *4.2.2.5 Critérios de elegibilidade (art. 5º)*

Em relação à elegibilidade, destaca-se que podem participar dos processos de seleção dos ambientes regulatórios experimentais tanto empresas em operação quanto aquelas em estágio pré-operacional, o que foi objeto de questionamento por parte de particulares, como a ABCB, apontando que não seria ideal permitir a participação de negócios em estágio pré-operacional. A CVM, em resposta, destaca que qualquer empresa pode participar, independente do estágio, mas busca deixar claro que “o critério de seleção e priorização também será válido para empresas já em operação” (Brasil, 2020c).

A ABIPAG pontuou que algumas das exigências para inscrição de projetos podem desincentivar a participação de particulares nos editais, como políticas previamente desenvolvidas, procedimentos e controles que versem sobre a produção e guarda de informações, ressaltam que acreditam que tais questões podem ser construídas ao longo do ciclo. A CVM acatou as sugestões, retirando essa obrigatoriedade, mas reiterando que os critérios precisam estar previamente definidos e acessíveis a “consulta pública de toda sociedade” (Brasil, 2020c).

Inicialmente, era necessário que os negócios fossem conduzidos no Brasil para que a empresa pudesse participar do *sandbox*. Entretanto, a partir da sugestão do Pinheiro Neto sobre a retirada dessa imposição pela CVM, a ideia foi acatada, na medida em que não existiam fundamentações para tais restrições, levando em consideração até mesmo experiências internacionais de empresas brasileiras que testaram produtos ou serviços em ambientes regulatórios de outros países (Brasil, 2020c).

A capacidade técnica e financeira também figura entre os requisitos de elegibilidade, sendo apontados pela ANBIMA como possíveis barreiras à entrada de empresas de menor porte ou menor nível de maturidade, afirmando que “tais requerimentos devem ser proporcionais à atividade desenvolvida e suficientes para a operação em ambiente regulatório experimental” (Brasil, 2020c). A Bitcapital e a SBK Capital apontam que a minuta não deixa claro quais os requisitos para comprovar a capacidade técnica e financeira. Nesse sentido, Siqueira Castro pondera que

[...] a exigência de demonstração de capacidade financeira pode representar uma barreira às empresas de menor porte econômico, tais como as startups, de modo que não estaria sendo concedido tratamento isonômico a todos os candidatos. Sugere que os parâmetros de análise da capacidade financeira sejam objetivamente definidos na Instrução, de modo a mitigar avaliações discricionárias e possíveis contestações litigiosas, bem como evitando a criação de um ambiente que desfavoreça o pequeno e médio empresário que não tenha acesso a recursos financeiros [...] (Brasil, 2020c, p. 41)

Por fim, o BNDES sugere a transformação da capacidade financeira em critério de priorização, ao invés de elegibilidade. Frente às manifestações, a CVM ressalta que a demonstração de capacidade financeira e técnica não objetivam impedir ou dificultar a entrada de participantes, mas sim prezar pela proteção dos clientes, investidores e demais partes interessadas, garantindo um bom funcionamento do mercado de valores mobiliários. Lembre-se ainda que os testes de produtos e serviços não serão simulações ou ensaios, mas operações reais, o que justificaria a observação de parâmetros como as citadas capacidades, de maneira proporcional e compatível com o que se pretende desenvolver. Conforme dispõe a CVM “[...] a medida de suficiência ou insuficiência passará, naturalmente, pela avaliação das dispensas solicitadas e da tecnologia empregada, e tais dispensas podem versar sobre requisitos de capital mínimo ou sobre estrutura mínima de pessoal” (Brasil, 2020c).

O BNDES recomenda ainda uma melhor definição da expressão “atividade pretendida”, para que a exposição seja feita de maneira compatível com a capacidade financeira de realização de testes. Lembra da hipótese das *startups*, que podem ter dificuldade de demonstrar a capacidade financeira, na medida em que os aportes financeiros podem ocorrer apenas na

entrada no *sandbox*. A partir da sugestão a CVM considerou que a exigência de capacidade financeira será exigida durante os períodos de teste propriamente (Brasil, 2020c).

Além dos critérios que já constavam na minuta, foram sugeridos novos critérios de elegibilidade. A CFA Society sugere um critério relacionado ao estágio de desenvolvimento do modelo de negócio, de modo a barrar projetos que não poderiam ser inicialmente testados, sendo mais lógico que façam partes de programas propostos por incubadoras ou aceleradoras, ocasionando um dispêndio desnecessário de recursos da CVM. Esta acatou o posicionamento, nos seguintes termos:

A sugestão de inclusão de novo critério de elegibilidade foi acatada, visto que o *sandbox* de fato não se propõe a servir como espécie de incubadora ou aceleradora de projetos pré-operacionais. Foi incluído novo inciso VI ao art. 5º restringindo o acesso ao *sandbox* aos modelos de negócio inovadores que tenham sido preliminarmente validados por meio de, por exemplo, provas de conceito ou protótipos, de modo que não serão elegíveis os modelos de negócio inovadores que se encontrem em fase puramente conceitual de desenvolvimento [...] (Brasil, 2020c, p.47)

Lembra-se ainda que as atividades em estágio mais avançado de desenvolvido possuem vantagem na seleção e priorização, especialmente quando não for possível recepcionar todos os proponentes.

#### 4.2.2.6 Apresentação de propostas (art. 6º)

O escritório Baptista Luz lembra que o *sandbox* da CVM não limita participação de um tipo de pessoa específico, abordando desde *startups* até empresas consolidadas no mercado que fazem parte de grandes grupos econômicos. Menciona ainda que não é justo que os requisitos de participação mínimos sejam o mesmo para todos, pois acabaria favorecendo aqueles mais consolidados. A CVM não acatou a sugestão sobre argumento de as exigências não serem mínimas ou desproporcionais, observando que “[...] não devendo, portanto, representar barreiras de entrada intransponíveis para empresas iniciantes e de menor porte econômico [...]” (Brasil, 2020c).

A ABIPAG indica que onerar o proponente (particular) a indicar as dispensas regulatórias necessárias pode ser prejudicial aos pequenos empreendimentos, na medida em que nem sempre terão conhecimento necessário para tanto. O escritório sugeriu que a CVM possa indicar as dispensas que serão precisas para o desenvolvimento da atividade, o que foi acatado pela CVM, não suprimindo o trecho da minuta, mas somando uma possibilidade. Portanto, mantém-se a pertinência de o empreendedor inicialmente indicar os requisitos para os quais acredita que deverá haver dispensa (Brasil, 2020c).

A DEEP-USP sugeriu ainda que, além de indicar quais requisitos o participante pretende ver afastados, concomitantemente, ele fundamente o pedido, de maneira a criar uma justificção, o que foi acatado pela CVM (Brasil, 2020c).

No art. 6º, III da proposta, existe uma lista de condições, limites e salvaguardas que devem ser observados para participação de projetos nos editais da CVM. A ANBIMA indica que deve constar expressamente que o rol é exemplificativo, podendo o participante sugerir novos que entende como necessários. A CVM acatou a sugestão e indicou ainda que o Comitê e o Colegiado da entidade poderão sugerir medidas e condições adicionais.

Com o fito de resguardar o sigilo legal frente às disposições da Lei 12.527/11 (“Lei de Acesso à Informação” ou “LAI”), nos termos das sugestões encaminhadas por ABFintechs, ABCD, ABIPAG, Baptista Luz, Cescon Barriou, CFA Society e Pinheiro Neto, a CVM informou que não são todas as informações que ela tem obrigação legal de divulgar, especialmente aqueles relativas à atividade empresarial que possa representar vantagem competitiva. De toda forma, a CVM se comprometeu a incluir um dispositivo na IN estabelecendo as informações amparadas pela hipótese legal de sigilo (Brasil, 2020c).

O escritório Bocater e Monteiro sugerem que sejam elencados critérios objetivos para análise da relevância da inovação tecnológica presente no modelo de negócio, ressaltando a importância da objetividade na identificação de propostas prioritárias (Brasil, 2020c). A CVM apontou que não acatou a sugestão, pois não foram apresentados na audiência critérios considerados satisfatórios para tanto:

Critérios objetivos para a identificação de propostas prioritárias seriam úteis e facilitariam o trabalho do Comitê de Sandbox de formular recomendação ao Colegiado acerca da seleção das propostas.

Entretanto, na audiência pública não foram concebidos ou sugeridos critérios puramente objetivos que fossem considerados satisfatórios. Assim, nesse primeiro momento do ambiente experimental será necessário conviver com algum grau de subjetividade nas análises. Não obstante, saliente-se que o comunicado ao mercado de que trata o art. 3º deve trazer mais detalhamentos sobre tais critérios para balizar as análises do Comitê [...] (Brasil, 2020c, p.70).

O Nubank sugeriu uma automatização no recebimento e análise das propostas, o que, conforme afirma, permitiria uma análise mais célere das sugestões, podendo haver mais proposições aceitas e suprimindo a necessidade de limitação de número de participantes. As ferramentas tecnológicas poderiam ainda auxiliar no monitoramento dos projetos (Brasil, 2020c). A CVM não acatou as sugestões sob o argumento de ter que utilizar modelos de recebimento de informações em formatos estruturados e legíveis por máquinas:

Nubank sugere que a CVM utilize ferramentas tecnológicas para ganhar escala em sua capacidade de aceitar propostas e monitorar participantes, de modo a não precisar restringir o número de participantes em cada ciclo. Propõe que seja apresentado ao mercado, à sociedade civil e à academia um pedido de propostas de mecanismos para

automatizar a obtenção de dados e de informações dos participantes, aumentando a capacidade de supervisionar e controlar o andamento dos testes.

Um dos exemplos citados seria a criação de APIs (application programming interfaces) para automatizar o envio de informações exigidas por força dos incisos II e III do § 2º do art. 13, que passariam a ser recebidas pela CVM em formato estruturado e legível por máquinas. Nubank entende que seria uma boa oportunidade para inovação nos métodos de supervisão da própria CVM.

Caso fosse aceita a sugestão de inclusão de novo parágrafo no art. 13 prevendo que as informações exigidas pelos incisos II e III do § 2º do mesmo artigo fossem fornecidas preferencialmente por vias automatizadas, em formatos estruturados e legíveis por máquina, seria criado um descasamento entre o dever imposto aos participantes e a capacidade da CVM de prover tempestivamente a infraestrutura necessária.

Por esse motivo, a sugestão não foi acatada, ainda que tenha sido considerada meritória e que aponte um caminho promissor para aumentar a capacidade de supervisão e monitoramento da CVM, o que, aliás, já é uma realidade na supervisão de diversos participantes de mercado, como os fundos de investimento e as companhias abertas. (Brasil, 2020c, p.70)

#### 4.2.2.7 Monitoramento (art. 13)

Bocater e Monteiro sugerem o estabelecimento de pontos focais que serão o contato da CVM com os participantes, sendo os contatos responsáveis por

a) acompanhar o desenvolvimento das atividades durante o período de testes; b) dirimir dúvidas dos participantes sobre a aplicação da regulamentação vigente; c) realizar interações pessoais na sede do participante ou em espaço físico estabelecido pelo regulador, se houver, em datas e horários predeterminados; e d) participar de uma interface de avaliação com o participante, imediatamente antes do encerramento do ciclo. (Brasil, 2020c, p.74)

Cescon Barriou faz sugestões nesse mesmo sentido. A CVM considerou positivo e desejável o estabelecimento de um ponto focal, indicando que apesar de não alterar o texto da minuta, instrumentalizará medidas para efetivar da melhor maneira a troca de informações (Brasil, 2020c).

#### 4.2.2.8 Comunicação (arts. 14 e 15)

Os participantes do *sandbox* têm o dever de informar aos usuários que se trata de produto ou serviço em etapa de teste. Diante disso, muitos manifestantes da audiência apontaram que isso pode representar um potencial desincentivo de uso dos produtos ou serviços, o que poderia representar uma desconfiança ao uso, assim como desincentivo de investimentos.

ANBIMA sugere que a redação do art. 14 seja ajustada para restringir seu alcance, de modo que o aviso a ser incluído nos materiais de divulgação não seja exigido em todo e qualquer material da empresa participante, e sim apenas nos materiais relacionados ao produto ou serviço a ser testado no *sandbox*.

ABCD sugere que o aviso deva constar apenas da página central do participante, quer seja em um site ou em um aplicativo, pois receia que a reiteração do aviso em todo e qualquer material de divulgação possa causar alarmes desnecessários e afastar o potencial consumidor ou cliente. ABCD entende que a finalidade informativa já seria

suprida apenas com a presença do aviso na página central, o que facilitaria a operacionalização da exigência regulatória.

ABIPAG sugere que os artigos 14 e 15 sejam excluídos, bem como o Anexo 15, pois o aviso nos materiais de divulgação e o termo de ciência de riscos podem gerar desconfiança excessiva nos potenciais investidores, clientes e partes interessadas, além de poder representar desafio operacional para obtenção e controle das assinaturas. A Associação reconhece a importância de ser dada publicidade sobre o caráter experimental das atividades conduzidas no sandbox regulatório, mas entende que as exigências poderiam ser dispensadas visto que os participantes estarão sujeitos ao monitoramento contínuo e à atuação sancionadora da CVM.

Caso a CVM opte por manter os dispositivos citados, ABIPAG sugere nova redação para o aviso do art. 14 de modo a fazer constar expressamente que as atividades se desenvolverão sob monitoramento e supervisão constantes da CVM.

CFA Society manifestou-se favorável à obrigatoriedade de inclusão de aviso nos materiais de comunicação, uma vez que atribui grande importância ao dever de alertar o público sobre a situação do participante. Sugere que o art. 14 exija que o aviso se situe em posição de fácil leitura e de visualização imediata, de modo que não possa ser ocultado pelo projeto gráfico do material de comunicação.

DEEP-USP sugere que o aviso previsto no art. 14 da minuta contenha expressamente o prazo inicial e final das autorizações temporárias concedidas, bem como especificar os requisitos regulatórios que tenham sido flexibilizados. Também sugere que o participante informe, nos avisos realizados próximos ao prazo de expiração da autorização temporária, se protocolou pedido de prorrogação do prazo de seu ciclo de sandbox, bem como informar sobre futuros desdobramentos de tal pedido. (Brasil, 2020c, p.79).

As sugestões foram parcialmente acatadas de modo a permitir uma comunicação aos usuários daquilo que é essencial, ao mesmo tempo que não coloca o participante na posição de “não possuir uma autorização definitiva”, o que poderia ser prejudicial ao desenvolvimento (Brasil, 2020c).

Após essa explanação a respeito das manifestações subjetivas recebidas na audiência, passe-se à aplicação das características apontadas a partir do estudo da teoria de Stigler (1971) para se investigar se houve a configuração da ocorrência de captura de interesses no conteúdo da Audiência Pública SDM 05/2019.

## **5 MANIFESTAÇÕES SUBJETIVAS NA SDM 05/2019: UMA PERSPECTIVA REGULATÓRIA**

Esta seção será dedicada à exploração das manifestações subjetivas recebidas pela CVM na Audiência Pública SDM 05/2019 sob a perspectiva da Teoria da Regulação de Stigler (1971), a partir das características anteriormente elencadas neste estudo. Inicialmente, objetiva-se explicar algumas percepções e, posteriormente, realizar a aplicação dos pressupostos da teoria ao caso concreto.

Lembra-se que nos próprios termos postos por Stigler (1971), em que pese a existência de indícios, na prática é bastante difícil comprovar a ocorrência do fator “oferta de regulação”. A demanda, por outro lado, é mais evidente, na medida em que é esperado que os agentes privados busquem maneiras de aumentarem a receita e diminuïrem seus gastos fixos.

Anteriormente, mencionou-se que nem todos os comentários seriam analisados neste estudo. Refirma-se que essa escolha foi realizada porque alguns tratavam de questões meramente ortográficas, o que não traria quaisquer influências para o presente estudo. Tais comentários foram, portanto, excluídos da presente análise.

### **5.1 Percepções e Reflexões do estudo**

Acredita-se ser relevante tecer algumas poucas considerações sobre a audiência e a teoria de Stigler, antes da aplicação da teoria ao caso prático. Um primeiro comentário diz respeito ao objeto de estudo das Teorias da Regulação, que basicamente foi o setor industrial; lembra-se que este trabalho estuda o setor financeiro, o que demandará a aplicação reflexiva dos conceitos, de maneira que, em alguns momentos, torna-se impossível a retirada de conclusões pormenorizadas sobre alguns temas.

Além disso, o estudo de Stigler (1971) estuda os agentes políticos norte-americanos e os partidos políticos propriamente que, em relação ao contexto nacional brasileiro, diz respeito ao Poder Legislativo. A CVM, por sua vez, órgão sob escrutínio neste trabalho, faz parte do Poder Executivo, o que traz à sua atuação premissas e limitações bastante diferentes (DI PIETRO, 2023) como as hipóteses dos cargos dos dirigentes, por exemplo, um dos pontos tratados no estudo de Stigler (1971). Neste ponto, as conclusões também serão a partir de uma análise comparativa, entretanto limitada devido a esses fatores.

Em relação à audiência pública, algo que chamou bastante atenção foi a natureza daqueles que de fato realizaram as manifestações. Claramente, alguém que não possuísse interesse alguma na temática iria perder tempo formulando uma sugestão, mas todas as

sugestões recebidas foram encaminhadas por agentes com bastante influência na área ou estudiosos do tema. Pessoas físicas empreendedoras não encaminharam quaisquer sugestões.

A reflexão é: as audiências públicas são tidas como meios de democratização no Estado Democrático de Direito (OLIVEIRA, 1997), mas aplicando isso ao caso concreto em estudo, isso não se mostra verdadeiro. Houve uma promessa de voz coletivas, mas foram efetivamente recebidas manifestações de um seletivo e poderoso grupo, detentor de conhecimento técnico: os próprios agentes do mercado financeiro ou seus prestadores de serviços, como os escritórios de advocacia, via de regra. Neste sentido, observa-se de quem foram as manifestações analisadas na audiência:

Nome do Manifestante	Áreas ou Interesses de Atuação <sup>44</sup>
Associação Brasileira de Criptoativos e Blockchain	As discussões para formação da ABCripto surgiram em 2017, fruto da colaboração estratégica entre organizações e indivíduos no ramo da criptoconomia. O objetivo da entidade é unir empresas do ecossistema dos criptoativos e <i>blockchain</i> para a interlocução com o poder público, bem como executar ações em prol do desenvolvimento tecnológico e da inovação - uma das principais características do setor. Em um mercado que cresce cada vez mais no Brasil, um dos nossos principais objetivos é unir forças com as novas empresas e instituições que estão surgindo para defender os interesses do usuário final e da comunidade. (ABCRIPTO, 2023).
Associação Brasileira de Crédito Digital	A Associação Brasileira de Crédito Digital nasceu em 2016 como resultado de uma iniciativa coordenada pelas <i>fintechs</i> , que atuavam no segmento de crédito pessoal, mediante os desafios do setor. Naquela época entendemos que o mercado financeiro no Brasil de forma ampla, e mais especificamente o mercado de crédito, precisava de mais competição, mais inovação e menos complexidade, de forma que nossa sociedade se beneficiasse de melhores produtos e serviços. Nos anos 90 o Brasil conseguiu resolver, depois de décadas, o problema da hiperinflação que assombrava famílias e empresas e mantinha milhões de Brasileiros vivendo na linha da pobreza. A estabilidade econômica proporcionou que o Brasil mudasse radicalmente nos últimos 20 anos e que milhões de brasileiros pudessem ser inseridos na economia formal, com acesso a consumo de bens e serviços, inclusive serviços financeiros. Porém, apesar de todas as melhoras, ainda convivemos com um problema muito sério que é a taxa de juros. Após mais de vinte anos de estabilidade econômica, nossa sociedade ainda paga a segunda maior taxa de juros real do mundo! (dados do Banco Mundial) Nossos membros acreditam que isso pode mudar e trabalham individualmente como empreendedores, empresários, executivos, profissionais e cidadãos brasileiros no dia-a-dia para que isso ocorra. Entretanto, há uma série de desafios que são comuns a todo o ecossistema e que precisam ser debatidos em conjunto com os órgãos reguladores, com o governo em suas diferentes esferas e com a sociedade. Entendendo que estes desafios precisam ser endereçados, as fintechs de crédito se organizaram para serem representadas por uma só entidade, a ABCD. (ABCD, [2023?]).
Associação Brasileira de Fintechs	A Associação Brasileira de Fintechs (ABFintechs) foi fundada 2016 por quatro empreendedores com propósito de garantir que cada vez mais fintechs tornem-se um negócio sustentável no Brasil, além de fazer do país uma referência em inovação no

<sup>44</sup> Consulta realizada a partir do site institucional de cada agente.

	setor financeiro, como um fornecedor de tecnologia disruptivas em finanças para o mundo. (ABFINTECHS, [2023?]).
Associação Brasileira de Instituições de Pagamentos (ABIPAG)	A Associação Brasileira de Instituições de Pagamentos (ABIPAG) é formada por instituições de pagamento e instituições financeiras entrantes no mercado. Constituída após a abertura da indústria de meios eletrônicos de pagamento decorrente da atuação conjunta do Banco Central do Brasil (Banco Central) e do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE), a ABIPAG tem como objetivo promover a isonomia, a eficiência, a transparência e a concorrência no setor, viabilizando o desenvolvimento de modelos de negócios inovadores e a inclusão financeira. (ABIPAG, 2024).
Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA)	Falamos em nome de instituições como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras. Reunimos diversas empresas diferentes entre si com o objetivo de reproduzir dentro de casa a pluralidade dos mercados. Nascemos em 2009 a partir da união de duas entidades, mas representamos os mercados há quatro décadas. Nosso modelo de atuação é organizado em torno de quatro compromissos: representar, autorregular, informar e educar. (ANBIMA, [2023?]).
B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão (B3)	A B3 é uma das principais empresas de infraestrutura de mercado financeiro no mundo, com atuação em ambiente de bolsa e de balcão. Sociedade de capital aberto – cujas ações (B3SA3) são negociadas no Novo Mercado –, a Companhia integra os índices Ibovespa, IBrX-50, IBrX e Itag, entre outros. Reúne ainda tradição de inovação em produtos e tecnologia e é uma das maiores em valor de mercado, com posição global de destaque no setor de bolsas. (B3, [2023?]).
Balera, Berbel e Mitne Advogados	Inovação - Em relações cada vez mais simbióticas entre responsabilidade social, visão crítica, imagem corporativa e objetivos de performance financeira, as fronteiras tornam-se tênues. É neste cenário que a essência sólida do estudo e da operação do Direito se mescla com a expectativa ante soluções jurídicas que acompanhem e, mais que isso, dialoguem com a evolução da sociedade e de seus registros, com a tecnologia, com o comportamento. Áreas de atuação: Tributário; Investidores Institucionais; Crédito Previdenciário; Passivo Previdenciário; Mercado de Capitais; Business Intelligence; Trabalhista; Cível; Societário; MIS; Compliance e Governança e Wealth Management. (Balera, [2023?]).
Baptista Luz Advogados	Áreas de atuação: Compliance & Ética Corporativa; Contencioso e Arbitragem; Contratos Empresariais; Crypto & Blockchain; Direito Público e Regulatório; Ambiental, Social e Governança; Família; Fintechs; Franchising; Fusões e Aquisições; Inovação; Inteligência Artificial; Mercado Financeiro e de Capitais; Mídia Digital, Entretenimento e Publicidade; Planejamento Patrimonial e Sucessório; Privacidade e Proteção de Dados; Propriedade Intelectual; Real Estate; Regulação de Novas Tecnologias; Societário; Trabalhista; Transações de Tecnologia; Tributário e Venture Capital. (Baptista Luz, 2024).
Beatriz Dib Nami	Mestra em Direito Econômico, Financeiro e Tributário pela Faculdade de Direito da Universidade de São Paulo (2019). Graduada em Direito pela Universidade Presbiteriana Mackenzie (2011). Pesquisa com ênfase em Direito Econômico, Financeiro e Economia Política. É advogada. (Currículo Lattes, 2023).
Bitcapital	Empresa de tecnologia com licença bancária, Bit Capital oferece uma plataforma bancária com serviço totalmente digital à qual outras empresas podem se conectar para oferecer serviços financeiros. (Bitcapital, 2019).
Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)	Somos o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), fundado em 20 de junho de 1952, uma empresa pública federal vinculada ao Ministério do Desenvolvimento, Indústria, Comércio e Serviços, sendo o principal instrumento do Governo Federal, nosso único acionista, para financiamento de longo prazo e investimento nos diversos segmentos da economia brasileira. O Sistema BNDES é formado por três empresas: o BNDES e suas subsidiárias – a BNDES Participações S.A. (BNDESPAR), que atua no mercado de capitais, e a Agência Especial de Financiamento Industrial (FINAME), dedicada ao fomento da produção e da comercialização de máquinas e equipamentos. (Banco Nacional De Desenvolvimento Econômico e Social, [2023?]).
Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados (E) Monteiro e	O escritório Bocater, Camargo, Costa e Silva, Rodrigues Advogados iniciou suas atividades em 1999 com foco em direito societário e mercado de capitais, passando, em seguida, a ter forte atuação também na área regulatória de fundos de pensão. Além da alta especialização em tais áreas, hoje o escritório possui atuação em outros ramos

Monteiro Advogados Associados, em manifestação conjunta	do Direito Empresarial, incluindo contencioso e arbitragem, administrativo, bancário, cível, trabalhista, imobiliário, tributário, governança corporativa e securitário; (Bocater, 2023) Contencioso Tributário; Consultivo Tributário; Direito Empresarial; Contencioso Estratégico e Arbitragem; Direito Municipal; Direito Constitucional e Administrativo e Direito Concorrencial. (Monteiro, [2023?]).
Borba, Simões Barbosa, Bessone e Cristofaro Advogados	Áreas de atuação: Arbitragem e contencioso estratégico; Contratos empresariais; Energia; Infraestrutura; M&A; Societário; Private Equity; Mineração; Meio Ambiente; Startups; Negócios Digitais; Proteção de Dados; Propriedade Intelectual. (BSBC, [2023?]).
E. Camilo Sociedade Individual de Advocacia (C2Law)	Não foi localizado site para coletar informações.
Cescon Barriou, Flesch & Barreto Advogados Associados	Áreas de atuação: Agronegócio; Ambiental; Bancário e Financeiro; Cannabis; Compliance, Penal Econômico e Investigações; Concorrencial; Direito público; Energia elétrica; ESG & Impacto; Fundos de Investimento; Fusões e Aquisições; Gerenciamento de Crise; Health & Life Sciences; Imobiliário; Infraestrutura e Project Finance; Mercado de Capitais; Mineração; Óleo e Gás; Planejamento Patrimonial e Sucessório; Família e Sucessões; Private Equity; Pro Bono; Propriedade Intelectual; Reestruturação e Insolvência; Relações Governamentais; Remuneração de Executivos; Resolução de Disputas; Societário e Governança Corporativa; Tecnologia e Inovação; Telecomunicações; Trabalhista; Transaction Readiness; Tributário e Venture capital. (Cescon Barriou, 2024).
CFA Society Brazil	A CFA Society Brazil é parte de uma rede de 160 CFA Societies localizadas em mais de 70 países e que reúne profissionais detentores da certificação CFA – Chartered Financial Analyst. No Brasil são mais de 1.300 membros, que atuam em diferentes segmentos do mercado financeiro.  A CFA Society Brazil e o CFA Institute acreditam na necessidade de promover uma maior diversidade no mercado financeiro. Nesse sentido, a CFA Society Brazil, com apoio do CFA Institute, lançou o programa Young Women in Investment no Brasil em 2020, com o objetivo de promover o interesse e aumentar a participação das mulheres no mercado.  Nossa missão é liderar a profissão de finanças e investimento no Brasil por meio da promoção dos mais elevados padrões de ética, educação e excelência profissional, em coordenação com o CFA Institute, para o benefício da sociedade. (CFA, [2023?]).
Grupo de Pesquisa Interdisciplinar Democracia, Experimentalismo & Economia Política da Faculdade de Direito da USP (DEEPU SP)	Linha de Pesquisa: Concentra sobre os desdobramentos, nas instituições jurídicas e na reflexão técnica, científica e filosófica do direito, decorrentes das transformações que marcaram o processo de reestruturação produtiva após a crise da economia mundial deflagrada pelos choques do petróleo da década de 1970.  Essas transformações aceleram o processo de transterritorialização dos mercados, de interconexão do sistema financeiro e de aceleração da destruição criadora no campo da tecnologia, levando a uma relativização de princípios clássicos do direito, tais como soberania, monismo jurídico e legalidade, e à emergência de novas formas regulatórias transnacionais, ao pluralismo jurídico e a novas fontes de direito. (Universidade de São Paulo, [2023?]).
HashInvest	A HashInvest Capital é a primeira gestora de Criptomoedas do Brasil. Iniciamos nossas atividades em novembro de 2017 com o objetivo de simplificar o investimento nesse novo e promissor mercado, colocando em prática nossos conhecimentos adquiridos nessa área desde 2013. Nossa constante busca por transparência nos levou a ser a primeira empresa do ramo a ser auditada por auditores independentes. Temos compromisso absoluto com a segurança dos ativos dos nossos clientes, por isso utilizamos o que existe de mais moderno em carteiras digitais, deixando as Criptomoedas sem exposição à Internet. (Hashinvest, 2023).

MD8 Consulting	<p>A MD8 Consulting é uma empresa de consultoria em regulação e compliance com foco no setor de serviços financeiros, mercado de capitais, bancos, reguladores e Fintech.</p> <p>A MD8 Consulting fornece análises e aconselhamentos especialmente desenhados para ajudar os seus clientes a se manterem à frente da evolução da regulamentação e capazes de responder com agilidade e firmeza aos impactos na gestão de seus negócios</p> <p>A MD8 Consulting fornece consultoria em risco e regulação para startups de serviços financeiros e desenvolve estratégias de gerenciamento de mudanças disruptivas para empresas inovadoras.</p> <p>A MD8 Consulting fornece orientações que possibilitem os clientes a gerenciar riscos regulatórios e de compliance, e utilizar a regulação como vantagem competitiva. (MD8, 2021).</p>
Nu Investimentos Ltda. (Nubank)	<p>Somos a plataforma de investimentos do Nubank pensada para quem já investe e quer dar um passo adiante, com mais diversificação e possibilidades.</p> <p>Queremos que você tenha o poder de escolher como o seu dinheiro deve render.</p> <p>Por isso, a experiência é descomplicada e digital. Para que você encontre o tipo de investimento que mais tem a ver com você e com seus objetivos.</p> <p>Estaremos sempre por perto, de olho nas movimentações do mercado, para te ajudar a chegar lá. Do seu jeito. (Nu Invest, [2023?]).</p>
Pinheiro Neto Advogados	<p>Aeronáutico; Agronegócio; Águas e Saneamento; Ambiental; Arbitragem e; Mediação; Bancário e Transações Financeiras; China Desk; Comércio Internacional; e Direito Aduaneiro; Compliance e Investigações Internas Concorrencial; Corporate; M&amp;A; Derivativos; Direito Constitucional; Direito Esportivo; Direito Imobiliário e Direito da Construção; Direito Público; Energia; Entretenimento, Mídia e Lazer; ESG; Fintech; Fundos de Investimento e Finanças Estruturadas; Infraestrutura; Japan Desk; Korea Desk; Life Sciences &amp; Healthcare; Litígios Societários e Comerciais; Marítimo; Mercado de Capitais; Mercado de Criptoativos e Blockchain; Mineração Mudança do Clima e Sustentabilidade; Penal e Processual Penal; Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis; Previdenciário; Private Clients, Família e Sucessões; Private Equity; Propriedade Intelectual; Recuperação de Empresas e Falências; Relações de Consumo; Saúde e Segurança Ocupacional; Seguros e Resseguros; Tecnologia; Telecomunicações; Trabalhista; Tributário e Venture Capital e Startups. (Pinheiro Neto, [2023?]).</p>
SBK Capital Ltda.	<p>A SBK Capital é especializada em soluções personalizadas de crédito, financiamentos e investimentos, com foco em antecipação de títulos, operações estruturadas, consultoria financeira e gestão de investimentos.</p> <p>Sediada na cidade de Uberlândia/MG, com amplo relacionamento, atua em todo território nacional. (SBK, 2012).</p>
Secretaria da Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência do Ministério da Economia (SEPRAC)	<p>Em sua missão, a Seprac é responsável pela advocacia da concorrência e por propor e analisar medidas que aumentem a produtividade da economia brasileira, objetivando à redução dos custos de realização de negócios no país e à melhoria do ambiente de negócios. A Secretaria também atua no acompanhamento de mercados e na análise de impacto regulatório de políticas públicas setoriais, além de propor, coordenar e executar ações relativas à gestão de políticas de infraestrutura. (Brasil, [2023?]).</p>
Siqueira Castro Advogados	<p>Advocacia De Escala; Agronegócio; Auditoria Legal; Aviação; Biodiversidade; Biotecnologia; Capital Estrangeiro; Comércio Exterior e Defesa Comercial; Compliance, Programas De Integridade e Ética Corporativa; Comunicações e Telecomunicações; Constitucional e Relações Governamentais; Contencioso Estratégico, Arbitragem e Mediação; Controladoria Jurídica; Delação Premiada e Acordos De Leniência; Direito Administrativo, Regulatório, Infraestrutura PPPS; Direito Ambiental; Direito Civil e Contratos; Direito Eleitoral; Direito Da Mídia, Do Marketing E Da Publicidade; Direito Digital e Proteção De Dados; Direito Do</p>

	Trabalho; Direito Econômico e Da Concorrência; Direito Marítimo; Direito Minerário; Direito Previdenciário; Direito Público; Direitos Autorais; Energias Renováveis; Financiamentos e Direito Bancário; Fintechs; Fusões e Aquisições; Investimentos; Florestais; Life Science e Saúde; Mercado De Capitais; Negócios Imobiliários; Operações e Contratos Internacionais; Penal Empresarial / Crime Do Colarinho Branco; Petróleo e Gás; Privatizações e Concessões; Propriedade Intelectual; Recuperação De Crédito; Recuperação De Empresas e Falências; Relações De Consumo; Saneamento Básico; Saúde e Vigilância Sanitária; Seguros e Resseguros; Setor Elétrico; Societário; Software; Startups; Sucessões, Planejamento Patrimonial e Matérias Conexas; Terceiro Setor; Transportes; Tributário e Planejamento Fiscal; Turismo, Esportes e Entretenimento; Varejo e Comércio Eletrônico.(Siqueira Castro, 2024).
Stocche Forbes Advogados	Administrativo; Agronegócio; Ambiental; Antitruste; Bancário e Financeiro; Carbono; Companhias Abertas; Compliance Anticorrupção e Investigações Corporativas; Contratos; Contratos Operacionais e Desenvolvimentos De Projetos; Direito Do Consumidor; Energia; Finanças Sustentáveis E Investimentos ASG; Financiamento De Projetos; Fusões e Aquisições (M&A); Fundos De Investimentos; Imobiliário; Infraestrutura; Influenciadores Digitais; Inteligência e Gestão Legal; Investimentos Estrangeiros; Mercado De Capitais; Mineração; Penal Empresarial; Petróleo e Gás; Planejamento Patrimonial; Pós M&A; Prevenção e Fraudes e; Recuperação De Ativos; Prevenção e Resolução De Disputas; Privacidade, Proteção De Dados e Tecnologia; Private Equity; Propriedade Intelectual; Reestruturação e Insolvência; Regulação & Enforcement Dos Mercados Financeiros e De Capitais; Remuneração De Executivos; SAF e Gestão Jurídica De Futebol; Setores Regulados; Societário; Societário De Companhias Fechadas; Trabalhista e Previdenciário; Transporte e Logística e Tributário. (Stocche, [2023?]).
Vieira Rezende e Guerreiro Advogados	Administrativo & Regulatório; Ambiental; Bancário & Financeiro; Compliance; Contencioso & Arbitragem; Energia; Fundos de Investimento & Private Equity; Gerenciamento de Crise; Imobiliário; Infraestrutura & Projetos; Inovação, Transformação Digital & Venture Capital; Life Sciences & Saúde; Marítimo; Petróleo, Gás & Offshore; Planejamento Patrimonial e Sucessório; Societário/M&A; Tecnologia & Comunicação; Trabalhista e Tributário. (Vieira, [2023?]).

Dados esses breves comentários sobre o conteúdo da audiência, passa-se à efetiva aplicação da Teoria Econômica da Regulação ao conteúdo da Audiência Pública SDM 05/2019, ou seja, a partir do relatório originado das discussões ali travadas.

## **5.2 Teoria da Regulação Econômica: uma análise aplicada ao conteúdo da Audiência Pública SDM 05/2019**

Inicialmente, lembra-se que, de maneira analítica, foram extraídos dos estudos de Stigler (1971), exposto no Capítulo 2, Seção 2.2. deste trabalho, algumas características que foram elencadas sob os seguintes temas: concentração de interesses, baixo envolvimento do público, informação assimétrica, custos de organização e *lobby*, dispersão de custos e benefícios, e poder de monopólio da agência reguladora. A partir disso, busca-se observar esses fatores nas informações disponibilizadas pela CVM desde o que foi discutido na Audiência Pública SDM 05/2019.

### *i. Concentração de interesses*

Para esta característica, conforme proposto, será observada a existência de organização de determinado segmento do mercado, verificando sua existência ou não, além de uma postura ativa por parte dos membros do grupo de buscar ativamente regulação, ofertando, por exemplo, recursos técnicos para que isso ocorra, na medida em que o esperado é que os grupos privados utilizem seus bens para aumentar a própria receita, maximizando-a.

Enquanto grupo organizado, nesse caso, tem-se o mercado financeiro/setor financeiro. Trata-se de um grupo de elevado poder organizacional, o que é necessário, inclusive, na atuação junto ao mercado, na medida em que o Sistema Financeiro Nacional possui proteção constitucional, dada sua importância, conforme oportunamente demonstrado.

Em relação às manifestações recebidas na audiência, praticamente todas advieram de representantes poderosos do setor financeiro, como associações nacionais e renomados escritórios de advocacia que atuam junto a esse setor, o que demonstra uma postura ativa do grupo, conforme proposto por Stigler (1971), na medida em que as manifestações objetivam aumentar os benefícios a partir da regulação setorial. Ressalta-se um dos trechos do Relatório da Audiência Pública (p.36) que corrobora com esse entendimento, veja-se:

[...] Acredita que tais parcerias permitem que a iniciativa privada disponibilize recursos para ampliar a capacidade de avaliação de propostas a serem testadas, e cita como exemplo o convênio de ofertas firmado entre CVM e ANBIMA. ANBIMA registra que está disponível para cooperar com a governança do sandbox regulatório da CVM e contribuir de forma consultiva, oferecendo informações e suporte em temas que a CVM julgar pertinentes, em linha com o papel desempenhado pelas entidades observadoras do GFIN [...].

Percebe-se uma oferta de recursos técnicos, que é um dos pontos sobre os quais Stigler (1971) trata. Em que pesem as instituições privadas poderem e deverem colaborar com o Poder Público, a ANDIMA, conforme informações de sua página institucional fala “[...] em nome de instituições como bancos, gestoras, corretoras, distribuidoras e administradoras [...]” e, logicamente, em suas contribuições buscará defender os interesses desses grupos organizados, de maneira a gerar benefícios. A sugestão não foi diretamente acatada pela CVM, sob o argumento de não ser necessário adicionar um novo dispositivo à minuta sobre esse assunto, uma vez que essa permissão já existia no art. 10, ou seja, a autorização foi dada.

Destaca-se ainda que não existe qualquer diferença quanto à participação de membros que já são atuantes no mercado e daqueles que estão no início de suas atividades, apesar de ter existido essa sugestão por parte da DEEP-USP em realizar a divisão nesses dois grupos, a CVM justificou a não adoção nos seguintes termos:

[...] Quanto à previsão de orientação individualizada sobre interpretação e aplicação de normas da CVM, também sugerida na manifestação de DEEP-USP, tal interação poderá ocorrer ao longo da fase de monitoramento dos participantes, por exemplo, nas reuniões periódicas a serem realizadas entre o participante e os representantes do

Comitê, previstas no inciso I do § 2º do art. 13. Cabe lembrar, ainda que a CVM possui um canal de interação com o mercado para tal fim, o qual se dá por meio do Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras da CVM (“Fintech Hub”)<sup>2</sup>.

A sugestão de criação de dois grupos não foi acatada porque se considerou que a adição não traria aprimoramento ao modelo proposto na Minuta. Tanto as dispensas de requisitos regulatórios quanto as condições, limites e salvaguardas serão estabelecidos casuisticamente, na medida da necessidade e da capacidade demonstradas pelo proponente, de forma que inexistiria ganho relevante em separar os candidatos em dois grupos [...]. (Brasil, 2020c, p.19).

Acredita-se que essa característica resta preenchida a partir das análises realizadas, tendo em vista que o setor financeiro é reconhecidamente organizado, observando-se inclusive pelas manifestações recebidas que existem diversas entidades que defendem os interesses desse segmento, buscando melhores condições de atuação.

#### *ii. Baixo Envolvimento do Público:*

Neste tópico, objetiva-se observar o nível de complexidade do tema, buscando observar se é um assunto de conhecimento geral ou não, assim como a fonte das manifestações do “público em geral” recebidas, se isso de fato representa um envolvimento geral ou não. Além disso, analisam-se as justificativas utilizadas na regulação, se envolvem ou não o beneficiamento coletivo, o interesse público.

A princípio, conforme discussão posta anteriormente, as manifestações recebidas partiram de agentes do mercado financeiro, associações que representam seus interesses ou de entidades ou órgãos governamentais do setor. Acredita-se que este seja um indício de uma possível ausência de envolvimento geral, fruto do desconhecimento do público em geral sobre o tema.

Stigler (1971) menciona em seus estudos que diversas regulações ocorrem em nome do interesse público, apesar de beneficiarem essencialmente interesses privados. Observou-se, ao longo das respostas da CVM, uma postura bastante conservadora em alguns pontos, o que permite idealizar uma atuação atrelada à sua finalidade de criação e ao objetivo de desenvolver efetivamente o mercado de capitais, conforme se verifica:

[...] As sugestões de ampliação e diversificação na composição do Comitê são meritórias, mas a CVM considera que por ora é mais apropriado manter a proposta original da Minuta de estabelecer um Comitê formado apenas por servidores da Autarquia. Nesse sentido, é importante notar que experiência com atividades de registro e supervisão e conhecimento técnico sobre a regulamentação aplicável serão elementos fundamentais para avaliar os riscos decorrentes das dispensas de requisitos regulatórios [...] (Brasil, 2020c, p. 12).

O sandbox regulatório será uma experiência inédita para a CVM e o aprendizado precisará ser construído ao longo do processo. Nos momentos iniciais será necessário que a CVM tenha flexibilidade para estabelecer as regras relacionadas à composição e ao funcionamento do Comitê, com o objetivo de dimensioná-lo adequadamente em face da demanda e da complexidade que efetivamente se apresentar.

Cumpra-se enfatizar que as decisões quanto à aprovação ou não das propostas submetidas (art.12 da Minuta) caberão ao Colegiado da CVM, de modo que haverá componente de estabilidade e previsibilidade na linha seguida pelas decisões.

A utilização de Portaria do Presidente da CVM para detalhar a estrutura e a dinâmica de um Comitê não é uma inovação. A mesma abordagem é utilizada no parágrafo único do art. 94 da Instrução CVM 607, que prevê que uma Portaria do Presidente da CVM disciplinará a composição e o funcionamento do Comitê de Acordo de Supervisão, no contexto dos Acordos Administrativos em Processo de Supervisão. A utilização de Portarias também se coaduna com a nova nomenclatura de atos normativos, conforme estabelecida pelo Decreto nº 10.139, de 28 de novembro de 2019. (Brasil, 2020c, p. 17-18).

As informações disponíveis no site institucional da CVM não permitem concluir que de fato houve um baixo envolvimento nos termos postos por Stigler (1971), foram recebidas diversas participações, contudo, não se pode afirmar ao certo que são da “sociedade em geral”, pois, como visto, todas advieram de agentes com forte atuação no mercado de capitais. Além disso, como demonstrado, em algumas poucas passagens existem justificativas de aceite ou não de sugestões por parte da CVM fundamentado em interesse público. Diante disso, não é possível afirmar que nos termos postos por Stigler (1971) houve de fato “baixo envolvimento do público”, não restando a característica preenchida.

### *iii. Informação Assimétrica:*

Neste ponto, as características observadas serão a publicização das ações do poder público frente às regulações havidas, se ocorre ou não de maneira transparente, permitindo um conhecimento por parte do público, isto é, se as informações são de livre acesso. Além disso, busca-se observar o corpo técnico dos órgãos reguladores, de maneira a averiguar se, em princípio, possuem compatibilidade técnica de formação com a atuação.

As informações a respeito da audiência foram estudadas a partir das informações disponibilizadas no site institucional da CVM. A publicização de informações pelo poder público não é um ato de benevolência, é um dever legal em atendimento ao princípio da legalidade (DI PIETRO, 2023), especialmente a partir da publicação da Lei nº. 12.527/2011 (Brasil, 2011) conhecida como Lei de Acesso à Informação que dispõe que:

Art. 1º Esta Lei dispõe sobre os **procedimentos a serem observados** pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios, **com o fim de garantir o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal.**

Parágrafo único. Subordinam-se ao regime desta Lei:

I - os órgãos públicos integrantes da administração direta dos Poderes Executivo, Legislativo, incluindo as Cortes de Contas, e Judiciário e do Ministério Público;

II - **as autarquias**, as fundações públicas, as empresas públicas, as sociedades de economia mista e demais entidades controladas direta ou indiretamente pela União, Estados, Distrito Federal e Municípios (Brasil, 2011).

Conforme o inteiro teor do artigo supratranscrito, as autarquias, como é o caso da CVM, devem disponibilizar à população o livre acesso das informações que não são sigilosas. Além disso, esse acesso é qualificado devendo ser “em linguagem de fácil compreensão”, nos termos do art. 5º da Lei nº. 12.527/2011, veja-se:

Art. 5º É dever do Estado garantir o direito de acesso à informação, que será franqueada, mediante procedimentos objetivos e ágeis, de forma transparente, clara e em linguagem de fácil compreensão (Brasil, 2011).

As informações estão disponibilizadas no site da CVM de maneira a deixar bastante clara a navegação e o acesso às informações. O conteúdo, por outro lado, é bastante complexo, mas pela própria natureza do assunto. Em que pesem tais fatos, o relatório e demais documentos estão com uma linguagem considerada nesse estudo como acessível<sup>45</sup>.

Frente aos termos do edital e do relatório da audiência, tem-se que as propostas de projeto serão analisadas pelo corpo técnico da CVM, por um Comitê e por uma Comissão. A partir da análise dos citados documentos, do “Fluxograma: Processo de Admissão de Participantes”, documento anexo à minuta e também da Resolução CVM n.º 29 (Regimento Interno da Comissão de Valores Mobiliários), não foi possível identificar com clareza a composição dos comitês e das comissões, pois a partir do regimento é perceptível que antes da formação técnica, acontece uma categorização da demanda, que pode ser tática, técnica ou operacional, o que, no momento da audiência não era de conhecimento geral, até onde esta investigação conheceu. Neste ponto não foi possível analisar a compatibilidade técnica de formação com a atuação. Perante o exposto, não é possível afirmar o preenchimento do requisito.

*iv. Custos de Organização e Lobby:*

As características observadas para este ponto serão os ganhos financeiros a partir da existência de regulação, que pode ser aumento de receita ou diminuição de gastos pela indústria. A ausência de regulação para os agentes privados, a depender do âmbito de desempenho, pode representar uma atuação com menos entraves.

Em relação aos ganhos financeiros, o próprio objetivo de existência de um *sandbox* traz o benefício, na medida em que o ambiente experimental permite testar determinado produto ou serviço com tempo e recursos reduzidos. Para aqueles que possuem muito recursos, os gastos

---

<sup>45</sup> Esta afirmação possui subjetividade, pois, leva em conta uma pessoa em nível superior incompleto, eventualmente outra pessoa pode considerar as informações como não acessíveis.

excessivos talvez sejam dificultadores, mas não empecilhos; mas para aqueles que possuem um volume reduzido de recursos, isso pode ser vital.

Neste caso, a regulação do *sandbox* permitiria a dispensa tanto de um número maior de recursos como a diminuição do número de entraves; destaca-se, sobre isso, que, inclusive, ocorreram manifestações que consideravam os requisitos de participação muito abertos ou insuficientes, mas, a CVM não acatou alegando que “são requisitos mínimos”. Lembra-se ainda do posicionamento da DEEP-USP em relação à divisão em grupos, que não foi acolhida sob o argumento de não ser considerada necessária.

Levando-se em consideração os termos de existência de um ambiente regulatório experimental, acredita-se que o requisito resta preenchido.

v. *Dispersão de Custos e Benefícios:*

Neste ponto, observa-se a existência ou não de maiores balizadores à entrada de novos agentes de atuação frente às influências advindas do mercado privado em seus suportes ofertados.

Nos termos do art. 8<sup>o</sup><sup>46</sup> da Lei n.º 6.385/1976, que institui a CVM, é de sua competência a regulamentação do mercado de valores mobiliários, devendo promover ações para desenvolver os agentes do mercado. Faz parte dessa atuação legal a criação de mecanismos que autorizam ou não a entrada de novas empresas no mercado. Esse ponto não é pertinente de análise em relação à CVM pois, na Teoria de Stigler, estavam sendo estudados os agentes políticos (poder legislativo) objetivando entender a oferta e demanda entre os representantes do povo e o beneficiamento de determinados grupos.

Aplicar esse entendimento à CVM não faria sentido, diante disso, considera-se o requisito como não preenchido.

vi. *Poder de Monopólio da Agência Reguladora:*

---

<sup>46</sup> Art. 8º Compete à Comissão de Valores Mobiliários:

I - regulamentar, com observância da política definida pelo Conselho Monetário Nacional, as matérias expressamente previstas nesta Lei e na lei de sociedades por ações;

II - administrar os registros instituídos por esta Lei;

III - fiscalizar permanentemente as atividades e os serviços do mercado de valores mobiliários, de que trata o Art. 1º, bem como a veiculação de informações relativas ao mercado, às pessoas que dele participem, e aos valores nele negociados;

IV - propor ao Conselho Monetário Nacional a eventual fixação de limites máximos de preço, comissões, emolumentos e quaisquer outras vantagens cobradas pelos intermediários do mercado;

V - fiscalizar e inspecionar as companhias abertas dada prioridade às que não apresentem lucro em balanço ou às que deixem de pagar o dividendo mínimo obrigatório [...].

Neste ponto, investiga-se se existe e como funciona a estabilidade dos dirigentes da agência reguladora, objetivando entender se há um escopo de atuação mais ou menos livre; o mesmo se dá em relação à observância do agente de mercado, a fim de verificar se determinado setor pode apresentar atuação em forma de monopólio.

Novamente, é uma análise que não encontra parâmetro para ser feita na CVM, na medida em que, como dito, a CVM não é um órgão político, e sim uma entidade pertencente à administração pública indireta, que compõe a estrutura do poder executivo. Os dirigentes, de fato, possuem estabilidade, mas, por determinação legal, nos termos do art. 5º da Lei n.º 6.385/1976, como um meio de defesa à existência da própria entidade frente aos agentes privados ou mesmo públicos que, eventualmente, poderiam atuar em competição, conforme se verifica abaixo:

Art. 5º É instituída a Comissão de Valores Mobiliários, entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, **ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes**, e autonomia financeira e orçamentária. (Brasil, 1976)

Conforme visto anteriormente, a CVM é um dos diversos agentes do Sistema Financeiro Nacional que exerce supervisão específica sobre certas atividades, exercendo sim um monopólio, nesse sentido. Entretanto, por ausência de correspondência entre essa estrutura de funcionamento e aquela estudada por Stigler (1971), esse requisito será considerado como não atendido.

Nos termos postos, conclui-se que seria bastante inapropriado apontar que, nos termos de estudo da Teoria da Regulação Econômica de Stigler (1971), o que ocorreu na CVM na Audiência Pública SDM 05/2019 possa ser considerado oferta e demanda (captura de interesse), na medida em que como demonstrado anteriormente foram analisados cenários com estruturas completamente diferente, em alguns momentos sendo arriscado colocar afirmações que não existem na teoria de Stigler (1971) mesmo que de modo interpretativa, podendo tal atitude levar a discussões que desvirtuem a teoria posta.

## 6 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho foi estruturado objetivando demonstrar o favorecimento à captura de interesses na Audiência Pública SDM 05/2019 a partir da Teoria da Regulação Econômica proposta por Stigler (1971). A ideia central desta teoria é o desvio da ação pública para atendimento de demandas de grupos privados, que frente a seu elevado poder econômico conseguem alcançar marcos regulatórios que os beneficiem de forma um pouco mais direta.

A escolha do marco teórico, como já dito, justifica-se na medida em que o estudo da Teoria de Stigler (1971) permite o reconhecimento da necessidade de uma abordagem cautelosa e contínua na análise das práticas regulatórias, destacando a importância de mecanismos transparentes, prestação de contas e monitoramento constante.

Desse estudo das Teorias da Regulação, em especial aquelas desenvolvidas por Stigler (1971), podem ser abstraídas características úteis ao julgamento de práticas de regulação no que toca à sua captura por interesses privados.

As características apontadas por Stigler em sua teoria foram concentração de interesses, baixo envolvimento do público, informação assimétrica, custos de organização e *lobby*, dispersão de custos e benefícios, e poder de monopólio da agência reguladora. Entretanto, como já dito outrora, não se encontra, nas preleções do autor, seu posicionamento explícito quanto à necessidade de os fatores caracterizadores da captura deverem ser cumulativos para a sua configuração.

Assim, o estudo investigativo e exploratório levantou documentos disponibilizados na página institucional da CVM, especialmente aqueles ligados a manifestações que foram enviadas pelos particulares, que poderiam ser ou não observados na versão final da instrução normativa responsável por regulamentar o *sandbox* no âmbito da CVM.

Então, com a aplicação dos parâmetros abstraídos da teoria stigleriana, observam, de modo mais preponderante a concentração de interesses do grupo, qual seja, o mercado financeiro; de um modo geral um baixo envolvimento do público, não sendo suficiente para apontar o preenchimento deste requisito; a informação assimétrica, que é uma maneira de controlar quais e como as informações chegam a determinado grupo, não sendo as informações disponibilizadas no site institucional da CVM suficientes para o seguro apontamento do atendimento desta característica; não se pode afirmar a existência de poder de monopólio, na medida em que Stigler (1971) estuda um órgão político, e a CVM é uma entidade vinculada ao poder executivo; a dispersão de custos será geral, na medida em que a remuneração advém do governo, os benefícios, por outro lado, podem ser setoriais, tendo em vista que a CVM é um

órgão de atuação temática, na teoria de Stigler (1971) por outro lado, os custos sempre serão gerais, entretanto, os benefícios poderão ou não ser, a depender da pauta de discussão, o que também representa uma incompatibilidade entre objetos de estudo.

Por outro lado, de maneira mais ampla, não se verificam preenchidas as características de maneira que se possa afirmar com segurança a ocorrência ou não de captura de interesse, o que poderia representar uma modificação indevida da teoria em apreço.

Conclui-se, por conseguinte, que não se pode afirmar a ocorrência a captura de interesses dos agentes privados frente à audiência que é objeto dessa empreitada. O que se ressalva é uma atuação, em muitos momentos, conservadora por parte da CVM, que adota um padrão de atuação nos estritos termos da legalidade, o que, por vezes, é insuficiente aos ambientes marcados pela tecnologia e pela inovação.

Em que pese notar-se que normas pontuais têm o potencial de beneficiar determinados agentes, isso não parece suficientemente robusto para autorizar a conclusão pela configuração do fenômeno da captura, porque em alguns casos ocorrem fatos que apresentam correlação com a teoria e em outros não, estando ausente um padrão que possa ser amplamente observado.

## REFERÊNCIAS

- ABCD. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: <https://creditodigital.org.br/quem-somos/>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- ABCRIPTO. **Quem somos**. 2023. Disponível em: <https://abcripto.com.br/quem-somos/>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- ABFINTECHS. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: <https://abfintechs.com.br/quem-somos/>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- ABIPAG. **Quem somos**. 2024. Disponível em: <https://abipag.com.br/quem-somos#quem-somos>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- ANBIMA. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: [https://www.anbima.com.br/pt\\_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm](https://www.anbima.com.br/pt_br/institucional/a-anbima/posicionamento.htm). Acesso em: 25 jan. 2024.
- AUDIÊNCIA PÚBLICA. In: **Glossário de termos orçamentários**. Brasília : Grupo de Trabalho Permanente de Integração da Câmara dos Deputados com o Senado Federal, 2020. Disponível em: [https://bd.camara.leg.br/bd/bitstream/handle/bdcamara/40193/glossario\\_termos\\_orcamentarios.pdf?sequence=1&isAllowed=y](https://bd.camara.leg.br/bd/bitstream/handle/bdcamara/40193/glossario_termos_orcamentarios.pdf?sequence=1&isAllowed=y). Acesso em: 03 dez. 2023.
- B3. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: [https://www.b3.com.br/pt\\_br/b3/institucional/quem-somos/](https://www.b3.com.br/pt_br/b3/institucional/quem-somos/). Acesso em: 25 jan. 2024.
- BALERA. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: <https://www.balera.com.br/pt/quem-somos/manifesto/>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Estatísticas monetárias e de crédito**. [2023?a]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estatisticas/estatisticasmonetariascredito>. Acesso em: 31 dez. 2023.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Sistema Financeiro Nacional (SFN)**. [2023?b]. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 31 dez. 2023.
- BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: <https://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/quem-somos>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- BAPTISTA LUZ. **Especialidades**. 2024. Disponível em: <https://baptistaluz.com.br/especialidades/>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- BARBOSA, M. A. G. **Muito além da convergência: a construção e os interesses nos argumentos de criação da Lei n.º 11.638/2007 sob a ótica da análise do discurso**. 2017. 103 f. Tese (Doutorado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo, 2017. Disponível em: [http://repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/6429/Marco%20Aur%c3%a9lio%20Gomes%20Barbosa\\_.pdf?sequence=1&isAllowed=y](http://repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/6429/Marco%20Aur%c3%a9lio%20Gomes%20Barbosa_.pdf?sequence=1&isAllowed=y) Acesso em: 25 dez. 2023.
- CURRÍCULO LATTES. **Beatriz Dib Nami**. 2023. Disponível em: <http://lattes.cnpq.br/6881533319055533>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- BITCAPITAL. **Sobre**. 2019. Disponível em: <https://www.bitcapital.com.br/about.html>. Acesso em: 25 jan. 2024.
- BLANCHET, L. A.; GAZOTTO, G. M. T.; FERNEDA, A. S. **Sandbox regulatória e tecnologias disruptivas: incentivos à inovação e inclusão financeira por meio das Fintechs**. Revista Eurolatinoamericana de Derecho Administrativo, Santa Fé, v. 7, n. 2, p. 71-87, jul./dic. 2020. DOI 10.14409/redoeda.v7i2.9387. Disponível em: <https://bibliotecavirtual.unl.edu.ar/publicaciones/index.php/Redoeda/article/view/9387/13566>. Acesso em: 31 dez. 2023.
- BOCATER. **Quem somos**. 2023. Disponível em: <https://www.bocater.com.br/escritorio/> Acesso em: 25 jan. 2024.

BRASIL. Supremo Tribunal Federal. **ADI 5906**. Relator: Min. Marco Aurélio. Relator do acórdão: Min. Alexandre de Moraes. Relator do último incidente: Min. Alexandre de Moraes. 08 maio 2023. Disponível em: <https://portal.stf.jus.br/processos/detalhe.asp?incidente=5365387>. Acesso em: 31 dez. 2023.

BRASIL. **Constituição da República Federativa do Brasil de 1988**. 1988. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/constituicao/constituicao.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/constituicao/constituicao.htm). Acesso em: 01 jan. 2024.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Comunicado conjunto, de 13 de junho de 2019**. 2019b. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/comunicado-conjunto-de-13-de-junho-de-2019-8dd7407271404b5ebe04f5150d3aa36c>. Acesso em: 31 dez. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Edital de Audiência Pública SDM nº 05/19**. 2019a. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0519\\_Edital.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0519_Edital.pdf). Acesso em: 01 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Instrução CVM n. 626, de 15 de maio de 2020**. 2020a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/600/inst626.pdf>. Acesso em: 01 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Relatório de Análise: Audiência Pública SDM nº 05/19 – Processo CVM SEI nº 19957.008843/2018-11**. 2020c. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias\\_publicas/ap\\_sdm/anexos/2019/sdm0519\\_relatorio.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/audiencias_publicas/ap_sdm/anexos/2019/sdm0519_relatorio.pdf). Acesso em: 01 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 24, de 5 de março de 2021, com as alterações introduzidas pelas resoluções CVM nºs 40/21, 66/22, 159/22, 177/23, 179/23 E 186/23**. 2021a. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol024consolid.pdf>. Acesso em: 01 jul. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Resolução CVM nº 29, de 11 de maio de 2021**. 2021b. Disponível em: <https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol029.pdf>. Acesso em: 01 jul. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Sandbox regulatório**. 14 out. 2020b. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/sandbox-regulatorio>. Acesso em: 01 mar. 2023.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Sandbox regulatório: considerações do Comitê de sandbox acerca do 1º processo de admissão**. jun. 2021c. Disponível em: [https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/investidor/30062021\\_\\_Documento\\_de\\_Consideracoes\\_do\\_CDS.pdf](https://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/menu/investidor/30062021__Documento_de_Consideracoes_do_CDS.pdf). Acesso em: 01 mar. 2023.

BRASIL. **Decreto n. 10.139, de 28 de novembro de 2019**. Dispõe sobre a revisão e a consolidação dos atos normativos inferiores a decreto. 2019c. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2019-2022/2019/decreto/d10139.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/decreto/d10139.htm). Acesso em: 19 mar. 2023.

BRASIL. **Lei Complementar n. 182, de 1 de junho de 2021**. Institui o marco legal das startups e do empreendedorismo inovador; e altera a Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e a Lei Complementar nº 123, de 14 de dezembro de 2006. 2021. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/lcp/lcp182.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/lcp/lcp182.htm). Acesso em: 01 mar. 2023.

BRASIL. **Lei n. 12.527, de 18 de novembro de 2011**. Regula o acesso a informações previsto no inciso XXXIII do art. 5º, no inciso II do § 3º do art. 37 e no § 2º do art. 216 da Constituição Federal; altera a Lei nº 8.112, de 11 de dezembro de 1990; revoga a Lei nº 11.111, de 5 de maio de 2005, e dispositivos da Lei nº 8.159, de 8 de janeiro de 1991; e dá outras providências. 2011. Disponível em: [https://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/\\_ato2011-2014/2011/lei/112527.htm](https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2011-2014/2011/lei/112527.htm). Acesso em: 07 jan. 2024.

BRASIL. **Lei n. 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. 1976a. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/l6385compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385compilada.htm). Acesso em 01 mar. 2023.

BRASIL. Ministério da Fazenda. **Estrutura organizacional da Secretaria de Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência - Seprac**. [2023?]. Disponível em: <https://www.gov.br/fazenda/pt-br/aceso-a-informacao/institucional/estrutura-organizacional/secretaria-de-promocao-da-produtividade-e-advocacia-da-concorrencia>. Acesso em: 25 jan. 2024.

BSBC. **Áreas de atuação**. [2023?]. Disponível em: <https://bsbcadvogados.com.br/areas-de-atuacao/>. Acesso em: 25 jan. 2024.

BUORO, F. F.; FINKELSTEIN, M. E. Sandbox regulatório: considerações sobre o direito comparado e o direito brasileiro. **Revista de Direito Bancário e do Mercado de Capitais**, São Paulo, v. 94, ano 24, p. 171-188, out.-dez. 2021. Disponível em: <http://revistadostribunais.com.br/maf/app/document?stid=strql&marg=DTR2021-47665>. Acesso em: 31 dez. 2023.

CESCON BARRIEU. **Áreas de atuação**. 2024. Disponível em: <https://www.cesconbarrieu.com.br/>. Acesso em: 25 jan. 2024.

CFA. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: <https://cfasociety.org.br/quem-somos/cfa-society-brazil/>. Acesso em: 25 jan. 2024.

CHICAGO BOOTH. **George J. Stigler**. 2023. Disponível em: <https://www.chicagobooth.edu/faculty/nobel-laureates/george-stigler>. Acesso em: 03 dez. 2023.

DI PIETRO, M. S. Z. **Direito administrativo**. 35. ed. Rio de Janeiro: Forense, 2023.

FEBRABAN TECH. **Bancos protagonizam avanço da inclusão financeira no Brasil**. 2021. Disponível em: <https://febrabantech.febraban.org.br/temas/educacao/bancos-protagonizam-avanco-da-inclusao-financeira-no-brasil>. Acesso em: 31 dez. 2023.

FIANI, R. Afinal, a quais interesses serve a regulação? **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 13, n. 2 (23), p. 81-105, jul./dez. 2004. Disponível em: <https://www.eco.unicamp.br/images/arquivos/artigos/580/Fiani.pdf>. Acesso em: 04 jan. 2024.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2007.

HASHINVEST. **Quem somos**. 2023. Disponível em: <https://www.hashinvest.com.br/sobre-nos>. Acesso em: 25 jan. 2024.

IORIO, M. Teoria jurídica da regulação: entre escolha pública e captura legal. **Revista Direito Público**, São Paulo, ed. esp., p. 11-37, 2019. Disponível em: <https://www.portaldeperiodicos.idp.edu.br/direitopublico/article/download/3314/pdf/13551>. Acesso em: 26 dez. 2023.

LAB. **Quem somos**. [2023?]. Disponível em: <https://labinovacaofinanceira.com/quem-somos/>. Acesso em: 03 dez. 2023.

LIMA, I. A.; FONSECA, E. M. Captura ou não captura?: perspectivas analíticas no estudo de políticas regulatórias. **Revista de Administração Pública**, Rio de Janeiro, v. 55, n. 3, p. 625-643, maio-jun., 2021. Disponível em: <https://www.scielo.br/j/rap/a/J64hd6s5ngFwdb9vJhyk69S/>. Acesso em: 01 mar. 2023.

LUZ NETO, L. G. **Agências reguladoras: uma promessa não realizada contra o risco da captura**. 2016. Dissertação (Mestrado em Ciências Jurídicas) - Universidade Federal da Paraíba, João Pessoa, 2016. Disponível em: <https://repositorio.ufpb.br/jspui/bitstream/tede/8679/2/arquivototal.pdf>. Acesso em: 30 dez. 2023.

MD8. **A empresa e sua missão**. 2021. Disponível em: [http://www.md8consulting.com/br\\_Empresa\\_missao.php](http://www.md8consulting.com/br_Empresa_missao.php). Acesso em: 25 jan. 2024.

MONTEIRO. **Áreas de atuação**. [2023?]. Disponível em: <https://monteiro.adv.br/areas-de-atuacao/>. Acesso em: 25 jan. 2024.

NADER, P. **Introdução ao estudo do direito**. São Paulo: Forense, 2021. Disponível em: [https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559647255/epubcfi/6/2\[%3Bvnd.vst.idref%3Dhtml1\]!/4/2/2%4051:2](https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786559647255/epubcfi/6/2[%3Bvnd.vst.idref%3Dhtml1]!/4/2/2%4051:2). Acesso em: 01 mar. 2023.

NODA, J. M. **Sandbox regulatório**. São Paulo: Almedina, 2023. Disponível em: <https://integrada.minhabiblioteca.com.br/reader/books/9786556278674/pageid/131>. Acesso em: 01 jan. 2024.

NUINVEST. **Sobre nós**. [2023?]. Disponível em: <https://www.nuinvest.com.br/sobre-nos.html>. Acesso em: 25 jan. 2024.

OLIVEIRA, G. H. J. As audiências públicas e o processo administrativo brasileiro. **Revista de Informação legislativa**, Brasília, v. 34, n. 135, p. 271-281, jul./set. 1997. Disponível em: <https://www2.senado.leg.br/bdsf/bitstream/handle/id/280/r135-31.pdf?sequence=4>. Acesso em: 03 dez. 2023.

PINHEIRO NETO. **Áreas de atuação**. [2023?]. Disponível em: <https://www.pinheironeto.com.br/areas-de-atuacao>. Acesso em: 25 jan. 2024.

POSNER, R. A. Theories of economic regulation. **NBR Working Paper Series**, Cambridge, n. 41, may 1974. Disponível em: <https://www.nber.org/papers/w0041>. Acesso em: 01 mar. 2023.

SBK. **A SBK Capital**. 2012. Disponível em: <https://www.sbkcapital.com.br/>. Acesso em: 25 jan. 2024.

SIQUEIRA CASTRO. **Áreas de atuação**. 2024. Disponível em: <https://siqueiracastro.com.br/areas-atuacao/>. Acesso em: 25 jan. 2024.

STIGLER, G. J. The theory of economic regulation. **The Bell Journal of Economics and Management Science**, Santa Mônica, v. 2, n. 1, p. 3-21, Spring, 1971. Disponível em: [https://www.jstor.org/stable/3003160?seq=2#metadata\\_info\\_tab\\_contents](https://www.jstor.org/stable/3003160?seq=2#metadata_info_tab_contents). Acesso em: 01 mar. 2023.

STOCHE. **Áreas de atuação**. [2023?]. Disponível em: <https://www.stoccheforbes.com.br/areasdeatuacao>. Acesso em: 25 jan. 2024.

TEORIA do Interesse Público e Teoria da Captura - Viscusi et al. Disponível em: <https://edisiplinas.usp.br/mod/resource/view.php?id=703727>>. Acesso em: 25 dez. 2023.

UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO. Faculdade de Direito. **Jean-Paul Rocha**. [2023?]. Disponível em: <https://direito.usp.br/docente/jean-paul-rocha>. Acesso em: 25 jan. 2024.

VIEIRA REZENDE. **Áreas de prática**. [2023?]. Disponível em: <https://www.vieirarezende.com.br/areas-de-pratica>. Acesso em: 25 jan. 2024.

**ANEXOS**

ANEXO A - EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM N° 05/19)



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

**EDITAL DE AUDIÊNCIA PÚBLICA SDM Nº 05/19**

**Prazo: 27 de setembro de 2019**

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

**1. Introdução**

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM submete à audiência pública, nos termos do art. 8º, § 3º, I, da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, minuta de instrução (“Minuta”) que regula 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.

Esta iniciativa se alinha à Estratégia Brasileira para a Transformação Digital<sup>1</sup> (E-Digital), aprovada pelo Decreto nº 9.319, de 21 de março de 2018, na vertente das ações estratégicas destinadas a tornar o Brasil um ambiente mais amigável ao empreendedorismo digital. Os **sandboxes** regulatórios têm se consagrado internacionalmente<sup>2</sup> como instrumento eficaz no fomento à inovação no mercado financeiro e de capitais por meio da modulação temporária do ônus regulatório e da orientação aos empreendedores sobre as normas legais e regulamentares aplicáveis às suas atividades.

Em contrapartida à flexibilização regulatória, os participantes do **sandbox** regulatório sujeitam-se a monitoramento contínuo específico pelos reguladores e à imposição de limites à atuação empresarial durante período de testes, de modo a preservar a segurança, higidez e eficiência dos mercados financeiro e de capitais.

Além dos benefícios de fomento à inovação, o **sandbox** regulatório constitui um espaço de aprendizagem para os reguladores que os permite acompanhar de perto o desenvolvimento de novos

---

<sup>1</sup> Em <http://www.mctic.gov.br/mctic/export/sites/institucional/estrategiadigital.pdf>

<sup>2</sup> As principais jurisdições de referência em **sandbox** regulatório para fins do presente trabalho foram Reino Unido, Cingapura, Austrália e México.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

modelos de negócios e coletar insumos valiosos para analisar riscos decorrentes das inovações, e também para aferir a necessidade de alterações regulatórias ou de novas abordagens de supervisão.

Esta Minuta submetida à audiência pública é resultado de pesquisas que buscaram a identificação das melhores práticas internacionais na constituição e funcionamento de **sandboxes** regulatórios e foi objeto de discussão e recebimento de propostas no âmbito do GT **Fintech** do Laboratório de Inovações Financeiras – LAB. Os debates no LAB sinalizaram sobre as opiniões de participantes do mercado a respeito da iniciativa e serviram de insumo para a elaboração desta Minuta<sup>3</sup>.

## 2. Benefícios esperados

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.

Os participantes do **sandbox** regulatório beneficiam-se de diversas maneiras. Uma delas é a orientação oferecida pelos reguladores aos participantes a respeito dos limites de atuação e das normas legais e regulamentares aplicáveis às suas atividades. O **sandbox** possibilita que os modelos de negócios inovadores sejam desenvolvidos sob monitoramento dos reguladores, recebendo orientação a respeito do arcabouço regulatório vigente e do perímetro regulatório de cada regulador.

---

<sup>3</sup> v. Relatório do LAB, de 08/2019, “Diretrizes Gerais para constituição de sandbox regulatório no âmbito do mercado financeiro brasileiro”, disponível em: [http://www.labinovacaofinanceira.com/wp-content/themes/enfold-child/pdf/Sand\\_box\\_lab\\_vs8\\_web.pdf](http://www.labinovacaofinanceira.com/wp-content/themes/enfold-child/pdf/Sand_box_lab_vs8_web.pdf)



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Tal aconselhamento constitui fonte valiosa de segurança jurídica e de redução de custos para desenvolver produtos, serviços e modelos de negócio inovadores.

Outro benefício esperado é a redução do tempo de maturação de produtos e serviços financeiros inovadores. A realização de testes com clientes reais fornece elementos relevantes para a tomada de decisão quanto a manter ou modificar um modelo de negócios, e tais testes podem ser realizados em situações reais de mercado mediante a autorização temporária para desempenhar uma atividade regulamentada. Dessa forma, as inovações tendem a amadurecer mais rapidamente, podendo ser introduzidas no mercado com maior celeridade e possivelmente com menor custo.

A terceira vantagem potencial aos participantes do **sandbox** é o aumento da visibilidade e da tração do negócio, com prováveis impactos positivos em sua atratividade para o capital de risco. Na medida em que adquirem autorização dos reguladores para desenvolver suas atividades, reduzindo, portanto, a incerteza regulatória e o tempo de maturação de seus produtos, serviços e modelos de negócios, os participantes tendem a ampliar suas possibilidades de financiamento junto a investidores, possivelmente resultando em redução do custo de capital.

Os reguladores também se beneficiam da experiência com o ambiente regulatório experimental em decorrência da interação constante com os empreendedores durante o desenvolvimento dos projetos inovadores. Os desafios, riscos, soluções e aprendizados vivenciados pelos empreendedores são continuamente compartilhados com os reguladores e podem servir como insumo para a formulação de regras mais adequadas às inovações, sobretudo tecnológicas, e sua implementação no modelo de negócio dos prestadores de serviços regulados.

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.

### 3. Experiência internacional



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Nesta seção são apresentados, resumidamente, casos paradigmáticos sobre **sandboxes** implementados por outras jurisdições. Não se tem a pretensão de se tratar de todos os casos, mas apenas indicar que os **sandboxes** regulatórios têm se consolidado como uma tendência entre os reguladores para lidar de forma mais amigável com as inovações nos mercados financeiro e de capitais.

### 3.1 Reino Unido – Financial Conduct Authority (FCA)

Um dos **sandboxes** pioneiros e que tem se mostrado uma experiência bem-sucedida foi estabelecido em novembro de 2015 pela FCA do Reino Unido, tendo as inscrições para o seu primeiro ciclo de testes sido realizadas entre junho e julho de 2016. As pessoas jurídicas interessadas em realizar testes no **sandbox** regulatório da FCA se inscrevem para participação nos **cohorts**, como são chamados os ciclos ou grupos de participantes, apresentando suas justificativas quanto ao preenchimento dos critérios de elegibilidade<sup>4</sup> descritos a seguir:

- a) desenvolver ou dar suporte à prestação de serviços financeiros no Reino Unido;
- b) apresentar inovação genuína;
- c) proporcionar benefício identificável ao consumidor;
- d) demonstrar necessidade de teste em ambiente de **sandbox**; e
- e) encontrar-se operacionalmente pronta para testar.

---

<sup>4</sup> Em: <https://www.fca.org.uk/publication/research-and-data/regulatory-sandbox-lessons-learned-report.pdf>, acessado em 29/07/19, p.4. Tradução livre dos critérios, que constam do original como: (i) *carrying out or supporting financial services businesses in the UK*; (ii) *genuinely innovative*; (iii) *identifiable consumer benefit*; (iv) *need for sandbox testing*; (v) *ready to test*.

Mais detalhes sobre a forma pela qual a FCA avalia os indicadores de elegibilidade em: <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/prepare-application>, acessada em 29/07/19.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

As propostas selecionadas podem receber um ou mais dos **sandbox tools**<sup>5</sup>, as ferramentas concebidas para desenvolvimento dos testes:

- a) autorizações restritas para desenvolver atividades regulamentadas;
- b) dispensas de requisitos regulatórios;
- c) orientação individualizada realizada pelo regulador; e
- d) abstenção condicional da aplicação de medidas sancionadoras corretivas por parte do regulador, mediante concessão de “**no enforcement action**” letters<sup>6</sup>.

O **sandbox** regulatório da FCA está no seu 5º **cohort** e o ciclo mais recente, anunciado em abril de 2019, recebeu o maior número de propostas de participação até agora: 99 interessados. As empresas selecionadas estão em fase de testes no momento da redação deste Edital. O histórico de proponentes e de aprovados em cada **cohort** consta da tabela a seguir:

	Número de proponentes inscritos	Número de proponentes que satisfizeram os critérios de elegibilidade
<b>Cohort 1 (2016)</b>	69	24
<b>Cohort 2 (2017)</b>	77	31
<b>Cohort 3 (2017)</b>	61	18
<b>Cohort 4 (2018)</b>	69	29
<b>Cohort 5 (2018-2019)</b>	99	29

Fonte: <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox>, acessada em 29/07/19

Em outubro de 2017, a FCA publicou um relatório<sup>7</sup> com estatísticas, resultados e aprendizados decorrentes da experiência com os dois primeiros **cohorts**. Alguns pontos destacados pelo relatório:

<sup>5</sup> *Idem*, p.4. Tradução livre das ferramentas, que constam do original como: (i) *restricted authorization*; (ii) *rule waivers*; (iii) *individual guidance*; (iv) *no enforcement action letters*.

<sup>6</sup> “*No enforcement action letters: For cases where we can’t issue individual guidance or waivers but believe it’s justified in light of the particular circumstances and characteristics of the sandbox test, we can issue ‘no enforcement action’ letters. As long as the firm deals with us openly, keeps to the agreed testing parameters and treats customers fairly, we accept that unexpected issues may arise and wouldn’t expect to take disciplinary action. The letter would only apply for the duration of the sandbox test, only to our disciplinary action and would not limit any liabilities to consumers.*” Em: <https://www.fca.org.uk/firms/regulatory-sandbox/sandbox-tools>, acessada em 29/07/19.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

a) O acesso à orientação em temas regulatórios reduziu o custo e o tempo de introdução de ideias inovadoras no mercado, visto que:

- 75% das pessoas jurídicas que foram aceitas no primeiro **cohort** conseguiram conduzir seus testes;
- cerca de 90% das pessoas jurídicas que completaram seus testes no primeiro **cohort** pretendiam seguir adiante com o lançamento do produto ou serviço no mercado;
- a maioria dos participantes que recebeu autorizações provisórias para realizar testes obteve registros definitivos ao final do processo; e
- 77% dos que se qualificaram para o segundo **cohort** seguiram adiante com a fase de testes.

b) A realização de testes no **sandbox** regulatório facilitou o acesso dos inovadores a financiamento, dado que ao menos 40% dos participantes do primeiro cohort que completaram seus testes receberam aportes durante ou após os testes;

c) Os testes superaram as expectativas em termos de quantidade e diversidade de setores e tipos de produtos. Serviram para verificar a viabilidade de tecnologias, a aceitação de produtos e serviços no mercado e para tomada de decisão sobre o modelo de negócios. Foram recebidas 146 inscrições para os dois primeiros **cohorts**, dos quais 41<sup>8</sup> empresas seguiram adiante com os testes. Cerca de um terço destas empresas se beneficiou dos aprendizados para modificar significativamente seu modelo de negócio antes do lançamento amplo no mercado;

d) No que se refere ao impacto dos dois primeiros **cohorts** sobre a concorrência no mercado, o relatório afirma que, naquele momento, ainda era cedo para apresentar conclusões robustas, mas que já havia indicadores sugerindo que o **sandbox** estava produzindo impacto positivo sobre preço, qualidade e alcance dos produtos e serviços financeiros;

---

<sup>7</sup> Em: <https://www.fca.org.uk/publication/research-and-data/regulatory-sandbox-lessons-learned-report.pdf>, acessado em 29/07/19.

<sup>8</sup> Nem todas as empresas dos dois primeiros **cohorts** que satisfizeram os critérios de elegibilidade seguiram adiante com os testes. Os motivos para tanto são diversos, tal como não terem conseguido firmar parcerias comerciais necessárias à realização de seus testes.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

e) A respeito da tecnologia, a FCA pontuou que não há requisito de que os proponentes utilizem tecnologias nascentes para que cumpram o critério de elegibilidade de inovação genuína, ainda que reconheça o potencial das tecnologias nascentes em promover aprimoramentos de qualidade, acessibilidade e custo dos produtos e serviços financeiros. Informa também que a maioria dos casos de uso de tecnologia nos dois primeiros **cohorts** não se tratou de aplicações de tecnologia para criação de novos produtos, e sim do uso de tecnologia para reduzir custos operacionais de produtos e serviços tradicionais; e

f) Alguns participantes do **sandbox** da FCA tiveram dificuldade em cumprir as condições para obtenção de autorização para desenvolver certas atividades regulamentadas, por exemplo, as condições destinadas a garantir que o participante tenha competência e viabilidade financeira necessárias para proteger a integridade de suas operações e de seus clientes. Um dos exemplos de atividades citadas que enfrentaram tais dificuldades para a realização de testes foi a de administração de mercados organizados<sup>9</sup>, visto que se exige dos participantes que estejam altamente capitalizados e que possuam sistemas e controles que tenham sido amplamente testados para cenários extremos.

### 3.2 Cingapura – Monetary Authority of Singapore (MAS)

O **sandbox** regulatório da MAS foi lançado em novembro de 2016<sup>10</sup> e também é um dos casos pioneiros de sucesso de ambiente regulatório experimental. Em agosto de 2017, a **startup** PolicyPal anunciou que havia completado satisfatoriamente seus testes no **sandbox** regulatório da MAS, tornando-se a primeira empresa a se lançar no mercado de Cingapura após participação no **sandbox**.

Destaca-se neste **sandbox** regulatório o funcionamento contínuo, e não em ciclos ou **cohorts**, de modo que os proponentes podem se inscrever no momento em que melhor lhes convier. As propostas submetidas são avaliadas pela MAS quanto à sua completude e quanto ao

---

<sup>9</sup> No original: *Multilateral Trading Facilites*.

<sup>10</sup> Em: <https://www.mas.gov.sg/-/media/MAS/Smart-Financial-Centre/Sandbox/FinTech-Regulatory-Sandbox-Guidelines-19Feb2018.pdf?la=en&hash=1F4AA49087F9689249FB8816A11AEAA6CB3DE833>, acessado em 08/08/2019.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

cumprimento dos requisitos de elegibilidade, e as que forem aprovadas seguem para a fase de testes monitorados.

Os *Guidelines*<sup>11</sup> para participação no **sandbox** da MAS trazem uma lista exemplificativa de requisitos regulatórios que podem ser flexibilizados ou dispensados, bem como dos que devem ser mantidos, como forma de orientar os proponentes interessados em participar. Elenca-se a seguir alguns desses exemplos:

#### I – Requisitos regulatórios que devem ser mantidos:

- a) confidencialidade dos dados de clientes;
- b) critérios de idoneidade das pessoas responsáveis, especialmente quanto à honestidade e à integridade;
- c) regras aplicáveis à movimentação e à guarda de dinheiro e de ativos de clientes por parte dos intermediários; e
- d) regras destinadas à prevenção de lavagem de dinheiro e ao combate ao financiamento do terrorismo.

#### II – Requisitos regulatórios que podem ser flexibilizados ou dispensados:

- a) composição dos órgãos de administração da pessoa jurídica;
- b) notas de crédito;
- c) regras de exigência de capital e de solvência de fundos;
- d) cobrança de taxas de registro;

---

<sup>11</sup> Idem.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

e) exigências de experiência aplicáveis aos gestores; e

f) regras de gestão de risco cibernético ou de terceirização de serviços.

Em agosto de 2019, a MAS lançou o **sandbox express**<sup>12</sup>, uma ferramenta destinada a complementar o **sandbox** original oferecendo um caminho mais rápido para aprovação de participantes. Os processos de análise de propostas são simplificados e as atividades elegíveis e os limites à atuação são pré-definidos pela MAS. Espera-se, com isso, aprovar participantes em um prazo máximo de 21 dias contados da submissão das propostas.

As atividades elegíveis no momento de lançamento do **sandbox express** são:

a) corretagem de seguros;

b) administração de mercados organizados; e

c) prestação de serviços de remessa de recursos.

### 3.3 Australia – Australian Securities & Investments Commission (ASIC)

O **sandbox** regulatório da ASIC foi lançado em dezembro de 2016 como mais uma ferramenta de fomento à inovação em seu **Innovation Hub**<sup>13</sup>. Dentre as peculiaridades deste **sandbox** cita-se a ausência de análise individualizada das propostas para definição de dispensas de requisitos regulatórios e de limites e salvaguardas à atuação. A lista de produtos e serviços elegíveis<sup>14</sup> para testes e de dispensas de requisitos regulatórios foi pré-definida pela ASIC, e a concessão das autorizações temporárias é automática e incondicional para todos que cumprem os critérios de elegibilidade.

<sup>12</sup> Em: <https://www.mas.gov.sg/development/fintech/sandbox-express>, acessado em 08/08/2019

<sup>13</sup> Em: <https://asic.gov.au/for-business/innovation-hub/>, acessado em 08/08/2019.

<sup>14</sup> Reproduzida no relatório de 2017 em: <https://download.asic.gov.au/media/4270022/rep523-published-26-may-2017.pdf>, acessado em 08/08/2019.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Em julho de 2019, o Governo australiano apresentou ao parlamento uma proposta de emenda legislativa<sup>15</sup> que criaria o **enhanced sandbox**, expandindo os poderes da ASIC de concessão de dispensas de requisitos regulatórios para fins da realização de testes. Em lugar das dispensas incondicionais do modelo vigente, a ASIC passaria a ter ferramentas para concessão de dispensas condicionadas para a realização de testes, como em modelos adotados por outros países.

A proposta de emenda reconhece também que a inovação não se limita à oferta de produtos e serviços inéditos, e pode advir de aprimoramentos em elementos específicos de produtos e serviços, inspirados em práticas de outras indústrias ou combinando-se elementos de forma a oferecer benefícios para os consumidores.

### 3.4 México – Comisión Nacional del Sistema de Ahorro para el Retiro (CONSAR)

Em novembro de 2018, a CONSAR promoveu mudanças em suas regras operacionais para incorporar as diretrizes gerais de funcionamento do **sandbox** regulatório, possibilitando testes de soluções inovadoras nas atividades de gestão de fundos de previdência<sup>16</sup>. Em março de 2019, foi lançado o primeiro **ambiente de pruebas y pilotos (sandbox) para empresas de tecnología financiera (fintech)**.

### 3.5 Hong Kong – Securities and Futures Commission (SFC)

Lançado em setembro de 2017, o **sandbox** regulatório da SFC<sup>17</sup> possui integração operacional com os **sandboxes** dos reguladores prudencial (**Hong Kong Monetary Authority - HKMA**) e securitário (**Insurance Authority – IA**) de modo a viabilizar testes de inovações em atividades trans-setoriais.

## 4. Funcionamento do sandbox regulatório da CVM

<sup>15</sup> Em: [https://www.aph.gov.au/Parliamentary\\_Business/Bills\\_Legislation/Bills\\_Search\\_Results/Result?bId=r6341](https://www.aph.gov.au/Parliamentary_Business/Bills_Legislation/Bills_Search_Results/Result?bId=r6341), acessado em 08/08/2019.

<sup>16</sup> No original: *Administradoras de Fondos para el Retiro (AFORE)*

<sup>17</sup> Em: <https://www.sfc.hk/web/EN/sfc-fintech-contact-point/sfc-regulatory-sandbox.html>, acessado em 08/08/2019.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

### 4.1 Coordenação entre reguladores

O **sandbox** regulatório da CVM delineado na Minuta organiza-se em torno dos ritos próprios da CVM e das matérias afetas às suas competências no âmbito do mercado de valores mobiliários. No entanto, podem ocorrer casos em que proponentes à participação no **sandbox** regulatório da CVM pretendam desenvolver atividades regulamentadas por mais de um regulador, exigindo alinhamento entre os reguladores para que tais demandas possam ser adequadamente recepcionadas.

O art. 4º da Minuta prevê que o Comitê poderá estabelecer procedimentos complementares com a finalidade de buscar tal alinhamento entre reguladores. Os desafios relacionados à coordenação com demais reguladores brasileiros são diversos e podem envolver, por exemplo, diferenças entre cronogramas dos ciclos de participação, critérios de elegibilidade e alcance do mandato legal, ou até mesmo da inexistência, em um primeiro momento, de atos normativos emitidos pelos demais reguladores que regulamentem seus ambientes regulatórios experimentais.

Ainda que os desafios dessa atuação coordenada entre reguladores sejam muitos, e em certa medida inéditos, o Comitê buscará, sempre que possível, criar mecanismos customizados para permitir que os proponentes possam apresentar, em um único ponto de contato, propostas que demandem atuação coordenada entre reguladores nacionais.

O art. 4º cria ainda um mecanismo para que o Comitê procure viabilizar testes em jurisdições estrangeiras, em parceria com autoridades reguladoras de países que tenham ambientes regulatórios experimentais similares, com o objetivo de permitir que os modelos de negócio inovadores em desenvolvimento no Brasil possam realizar testes em âmbito internacional. Idem para casos de pessoas jurídicas estrangeiras que desejem testar seus produtos e serviços no âmbito do **sandbox** regulatório da CVM, em parceria com as autoridades reguladoras competentes das jurisdições em que estiverem sediadas, como ocorre atualmente no âmbito da *Global Financial Innovation Network*<sup>18</sup>, da qual a CVM é membro.

### 4.2 Critérios de elegibilidade

---

<sup>18</sup> Em: <https://www.fca.org.uk/firms/global-financial-innovation-network>, acessada em 07/08/2019.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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 necessidade de se estabelecer outras restrições ou requisitos para a participação no **sandbox**.

Dentre os critérios de elegibilidade se destaca o conceito de *modelo de negócio inovador*, definido como a atividade empresarial que, alternativamente:

- 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 que
- c) promova ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação de acesso a produtos ou serviços atinentes ao mercado de valores mobiliários.

A definição pretende abarcar tanto os projetos desenvolvidos por **startups**, **fintechs** e empreendedores em geral quanto os projetos desenvolvidos por empresas já estabelecidas em seus mercados, para assegurar tratamento isonômico às iniciativas empreendedoras independentemente da estrutura organizacional ou do ramo de atividade de seus proponentes.

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 da FCA. O ambiente regulatório experimental também poderá ser acessado por modelos de negócio inovadores que pretendam desenvolver inovações de cunho predominantemente mercadológico, quer pelo lançamento de novos produtos e serviços ou pelo aprimoramento de produtos e serviços já oferecidos no mercado.

No momento da realização desta audiência pública, podem ser citados alguns exemplos consagrados de tecnologias inovadoras: inteligência artificial, registro distribuído (**distributed ledger**), aprendizado de máquina, negociação algorítmica, realidade aumentada, **big data analytics**, internet das coisas e dispositivos vestíveis.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

Outro aspecto importante da Minuta, estabelecido no art. 6º da Minuta, é a apresentação de proposta formal pelo proponente. Este documento deverá conter uma série de informações sobre o modelo de negócio inovador e sobre a pessoa jurídica proponente, tais como:

a) descrição da atividade a ser desenvolvida e dos aspectos que a caracterizam como modelo de negócio inovador;

b) dispensas de requisitos regulatórios pretendidas, que, em sua visão, são necessárias para o desenvolvimento da atividade pleiteada;

c) sugestões de condições, limites e salvaguardas que podem ser estabelecidos pela CVM, isoladamente ou em conjunto com outro regulador, para fins de mitigação de riscos decorrentes da atuação sob dispensa de requisitos regulatórios;

d) procedimentos necessários para a entrada em operação, contendo necessariamente um cronograma operacional indicativo;

e) análise dos principais riscos associados à sua atuação, incluindo aqueles relativos à segurança cibernética; e

f) plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada, por qualquer motivo, incluindo o tratamento a ser dado aos clientes, investidores ou partes interessadas, conforme o caso.

### 4.3 Procedimentos para análise e seleção

A Minuta propõe a criação de um Comitê de **Sandbox** (“Comitê”) composto por servidores lotados em diversas superintendências da CVM, em uma estrutura que assegure diversidade e especialização ao Comitê. A composição e o funcionamento do referido Comitê serão disciplinados em Portaria a ser oportunamente editada.

Conforme disposto no art. 3º da Minuta, o Comitê publicará o procedimento para participação que estabelecerá o cronograma para envio e análise de propostas de participação, a lista completa de critérios de elegibilidade e o prazo de duração do ciclo. O Comitê também poderá fixar



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

limites máximos no número de participantes ou restrições às atividades regulamentadas que poderão ser objeto de proposta de participação. Tais procedimentos, bem como o conteúdo do comunicado ao mercado, deverão ser previamente aprovados pelo Colegiado.

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**. Por outro lado, o estabelecimento prévio restringe a possibilidade de se flexibilizar esse número caso se deseje, ou se entenda possível, aumentá-lo em função da baixa complexidade das propostas recebidas ou de sua semelhança, o que otimizaria o monitoramento.

Nesse sentido, a CVM pode decidir não estabelecer tal limitação na largada, deixando a decisão para o momento de escolha dos participantes, em função do número de propostas recebidas, sua complexidade e a existência de atividades muito semelhantes.

Assim, caso o Comitê entenda oportuno ou conveniente estabelecer algum limite máximo de participantes em determinado ciclo em que não houve a determinação prévia, bem como nos casos em que há a limitação prévia de participantes, ele estabelecerá uma priorização para fins de recomendação ao Colegiado.

Para tanto, foram estabelecidos os seguintes critérios específicos no art. 11:

- a) presença e relevância de inovação tecnológica no modelo de negócio;
- b) estágio de desenvolvimento do negócio, privilegiando as atividades que já estejam prontas para entrar em operação;
- c) magnitude do benefício esperado para clientes, investidores e demais partes interessadas, ou para o desenvolvimento do mercado; e
- d) potencial de inclusão financeira e ampliação de acesso do público ao produto ou serviço.

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



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

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.

Na sequência, o Comitê elaborará um relatório de análise a ser encaminhado ao Colegiado, nos termos do art. 9º, apresentando as propostas consideradas elegíveis e formulando recomendações de dispensas a serem concedidas e salvaguardas a serem estabelecidas, bem como sugestões de priorização para aprovação de propostas, caso necessário. O Comitê poderá interagir, nos termos do art. 10, com partes interessadas, tais como universidades, pesquisadores, entidades representativas e associações, sempre com o objetivo de firmar parceria para a realização do referido relatório de análise das propostas.

As propostas recebidas intempestivamente e as consideradas pelo Comitê como inelegíveis ou insuficientes serão recusadas mediante apresentação de justificativa ao proponente, conforme estabelecido pelo art. 8º 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 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.

#### 4.4 Aprovação e Monitoramento



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

O Colegiado decidirá sobre a concessão de autorizações temporárias para desenvolvimento de atividades regulamentadas, com possíveis dispensas de requisitos regulatórios, bem como sobre a imposição de salvaguardas mitigadoras de riscos pertinentes para cada candidato. As salvaguardas serão estabelecidas de forma customizada à realidade de cada modelo de negócio inovador e aos riscos percebidos, nos termos do art. 12 da Minuta. Alguns exemplos de salvaguardas possíveis estão definidos no art. 6º:

- a) limitações quanto ao número de clientes;
- b) volume máximo de operação;
- c) estabelecimento de mecanismos para receber e responder reclamações de clientes e investidores;
- d) medidas adicionais de transparência em relação às regras de comunicação previstas nesta Instrução;
- e) restrição dos valores mobiliários que podem ser transacionados; e
- f) testes de penetração e de estresse em sistemas críticos.

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.

Durante este período, ocorrerá o monitoramento previsto no art. 13, em que o regulador e o participante interagirão periodicamente, via reuniões presenciais e remotas, bem como por meio de relatórios e de acesso a documentos e informações, para garantir que os objetivos de aprendizado mútuo, de orientação sobre aspectos regulatórios e de supervisão de riscos, sejam alcançados.

Será exigido do participante o cumprimento de todas as regras aplicáveis à sua atividade regulamentada, à exceção das que tiverem sido flexibilizadas ou dispensadas no caso específico, de



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

modo que a participação no **sandbox** não implique salvo conduto irrestrito em relação às atividades sob competência regulatória da CVM.

Cumprir enfatizar que a flexibilização regulatória só será possível nos limites estabelecidos pelo mandato legal do regulador, ou seja, não alcança dispensas a requisitos e disposições estabelecidos em lei e em outras normas fora do âmbito de competência da CVM, que não poderão ser objeto de flexibilização.

#### 4.5 Comunicação do participante

O participante também será instado, por força do Capítulo IV, a observar deveres de comunicação perante seus clientes e partes interessadas explicitando que a atividade se desenvolve mediante autorização temporária. Nos casos em que a atividade desempenhada envolver a captação ou a administração de recursos de investidores e clientes, o participante deverá apresentar também termo de ciência de risco assinado por eles.

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.

#### 4.6 Encerramento da participação

A participação no **sandbox** regulatório poderá se encerrar por meio de uma das formas previstas no art. 18 da Minuta:

- a) por decurso do prazo estabelecido para participação;
- b) a pedido do participante;
- c) em decorrência de suspensão ou cancelamento da autorização temporária concedida; ou



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

d) mediante obtenção de registro definitivo junto à CVM para desenvolver a respectiva atividade regulamentada.

Nos três primeiros casos de encerramento, o participante deverá colocar em prática seu plano de contingência pactuado com o regulador para descontinuação ordenada das atividades regulamentadas, incluindo o tratamento a ser dado aos clientes, investidores ou partes interessadas.

As hipóteses que podem precipitar o término da autorização temporária estão arroladas no art. 18 da Minuta, e tal interrupção poderá ser precedida de emissão de alertas formais para que o participante tenha oportunidade de regularizar condutas ou ajustar falhas e riscos, como forma de concretizar os objetivos de orientação ao empreendedor. Ressalta-se a previsão contida no § 1º do mesmo artigo de que a suspensão ou cancelamento das autorizações temporárias não impede eventual instauração de processo administrativo pela CVM para apuração de responsabilidades.

Participantes que optarem por solicitar registro definitivo para desenvolver atividade regulamentada durante sua participação no **sandbox** regulatório poderão manifestar formalmente tal intenção ao Comitê, que fornecerá orientação na formulação do pedido de registro e dos eventuais pedidos de dispensa definitiva de requisitos regulatórios junto à Superintendência da CVM responsável pela concessão de registro, nos termos do § 2º do art. 17 da Minuta.

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 abordagem visa antecipar, para todos os participantes do mercado, os aprimoramentos à regulamentação vigente que só seriam alcançados após cumprimento do rito ordinário da CVM de alteração normativa, como forma de mitigar o risco de atuação em vantagem competitiva.

Tal medida, não prevista expressamente na norma, é decorrente do melhor aproveitamento, pelo regulador, da experiência evidenciada a partir da observação dos testes realizados no ambiente experimental do **sandbox**.

Ainda, até 3 meses a partir do final de cada ciclo, o Comitê elaborará relatório, informando o encerramento do ciclo e relatando os resultados alcançados, como previsto no art. 16 da Minuta. As lições aprendidas em cada ciclo servirão para aprimorar o funcionamento do **sandbox** regulatório



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

da CVM, bem como para que mais empreendedores e inovadores tenham ciência da ferramenta e de seus potenciais benefícios.

#### **5. Encaminhamento de sugestões e comentários**

As sugestões e comentários devem ser encaminhados, por escrito, até o dia 27 de setembro de 2019, à Superintendência de Desenvolvimento de Mercado, preferencialmente pelo endereço eletrônico [audpublicaSDM0519@cvm.gov.br](mailto:audpublicaSDM0519@cvm.gov.br) ou para a Rua Sete de Setembro, 111, 23º andar, Rio de Janeiro – RJ, CEP 20050-901.

Após o envio dos comentários ao endereço eletrônico especificado acima, o participante receberá uma mensagem de confirmação gerada automaticamente pelo sistema.

Os participantes da audiência pública devem encaminhar as suas sugestões e comentários acompanhados de argumentos e fundamentações, sendo mais bem aproveitados se:

- a) indicarem o dispositivo específico a que se referem;
- b) forem claros e objetivos, sem prejuízo da lógica de raciocínio;
- c) forem apresentadas sugestões de alternativas a serem consideradas; e
- d) forem apresentados dados numéricos, se aplicável.

As menções a outras normas, nacionais ou internacionais, devem identificar o número da regra e do dispositivo correspondente.

As sugestões e comentários que não estejam acompanhadas de seus fundamentos ou que claramente não tiverem relação com o objeto proposto não serão considerados nesta audiência.

As sugestões e comentários serão considerados públicos e disponibilizados na íntegra, após o término do prazo da audiência pública, na página da CVM na rede mundial de computadores.



**COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS**

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

A Minuta está disponível para os interessados na página da CVM na rede mundial de computadores ([www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)), podendo também ser obtida nos seguintes endereços:

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários

Rua Sete de Setembro, 111, 5º andar

Rio de Janeiro – RJ

Centro de Consultas da Comissão de Valores Mobiliários em São Paulo

Rua Cincinato Braga, 340, 2º andar

São Paulo – SP

Superintendência Regional de Brasília

SCN Qd. 2, Bloco A, 4º andar – Sala 404, Edifício Corporate Financial Center

Brasília – DF

Rio de Janeiro, de 28 de agosto de 2019.

*Original assinado por*

**MARCELO BARBOSA**

**Presidente**

*Original assinado por*

**ANTONIO CARLOS BERWANGER**

**Superintendente de Desenvolvimento de Mercado**



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

## INSTRUÇÃO CVM Nº [•], DE [•] DE [•] DE 2019

Dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (**sandbox** regulatório).

O **PRESIDENTE DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM** torna público que o Colegiado, em reunião realizada em [•] de [•] de 2019, com fundamento no disposto no art. 8º, II da Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976, **APROVOU** a seguinte Instrução:

### CAPÍTULO I – ÂMBITO E FINALIDADE

Art. 1º A presente Instrução regula a constituição e o funcionamento de ambiente regulatório experimental (“**sandbox** regulatório”), em que as pessoas jurídicas participantes poderão receber autorizações temporárias para testar modelos de negócio inovadores em atividades regulamentadas no mercado de valores mobiliários.

Art. 2º Para os efeitos desta Instrução, entende-se por:

I – órgãos reguladores: a Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central do Brasil, a Superintendência de Seguros Privados e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar, quando não especificados individualmente;

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;

III – Comitê de **Sandbox**: grupo composto por servidores da CVM e responsável pela condução de atividades específicas relacionadas ao **sandbox** regulatório previstas nesta Instrução; e

IV – modelo de negócio inovador: atividade empresarial que, alternativamente:



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

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.

Parágrafo único. A composição e o funcionamento do Comitê de **Sandbox** serão disciplinados por [Portaria](#) do presidente da CVM.

## CAPÍTULO II – REGRAS DE ACESSO AO **SANDBOX** REGULATÓRIO

### Seção I – Procedimentos Estabelecidos pelo Comitê de **Sandbox**

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

I – o cronograma de recebimento e análise de propostas;

II – os critérios de elegibilidade e o conteúdo exigido das propostas a serem apresentadas, assim como os critérios de seleção aplicáveis, nos termos do art. 11; e

III – o prazo de duração do ciclo do **sandbox** regulatório, que poderá ser de no máximo 1 (um) ano, ressalvado o disposto no § 3º.

§ 1º A divulgação dos procedimentos, nos termos do **caput**, deve ser realizada mediante comunicado ao mercado, divulgado na página da CVM na rede mundial de computadores, e poderá:

I – indicar que haverá número máximo de proponentes que poderão ser selecionados para participar do **sandbox** regulatório; e

II – restringir a participação no ciclo do **sandbox** regulatório a uma ou mais atividades regulamentadas.



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

§ 2º O conteúdo e a divulgação do comunicado a que se refere o § 1º devem ser previamente aprovados pelo Colegiado.

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

Art. 4º O Comitê de **Sandbox** poderá estabelecer procedimentos complementares destinados a:

I – analisar propostas de participação no **sandbox** regulatório que envolvam atividades regulamentadas por mais de um órgão regulador;

II – viabilizar testes conjuntos de modelos de negócios inovadores em jurisdições estrangeiras, em parceria com autoridades reguladoras de países que tenham ambientes regulatórios experimentais similares ou compatíveis, observado o disposto no inciso II do art. 5º; e

III – possibilitar que pessoas jurídicas estrangeiras testem modelos de negócios inovadores no **sandbox** regulatório previsto nesta Instrução, em parceria com as autoridades reguladoras competentes das jurisdições em que estiverem sediadas.

#### Seção II – Critérios de Elegibilidade

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;

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;

III – o proponente deve demonstrar possuir capacidades técnica e financeira suficientes para desenvolver a atividade pretendida;



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

IV – os administradores e sócios controladores diretos ou indiretos do requerente não podem:

a) estar inabilitados ou suspensos para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelos órgãos reguladores;

b) ter sido condenados por crime falimentar, prevaricação, corrupção, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; e

c) estar impedidos de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa;

V – o proponente não pode estar proibido de:

a) contratar com instituições financeiras oficiais; e

b) participar de licitação que tenha por objeto aquisições, alienações, realizações de obras e serviços e concessões de serviços públicos, no âmbito da administração pública federal, estadual, distrital e municipal e das entidades da administração pública indireta; e

VI – o proponente deve ter adotado políticas, procedimentos e controles internos que, no mínimo:

a) estabeleçam mecanismos de proteção contra ataques cibernéticos e acessos lógicos indevidos a seus sistemas; e

b) versem sobre a produção e guarda de registros e informações, inclusive para fins de realização de auditorias e inspeções.

### Seção III – Apresentação de Propostas



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

Art. 6º O proponente deve apresentar proposta formal para participar do **sandbox** regulatório contendo, no mínimo, as seguintes informações:

I – descrição da atividade a ser desenvolvida e dos aspectos que a caracterizam como modelo de negócio inovador, incluindo necessariamente:

a) o nicho de mercado a ser atendido pelo serviço ou produto oferecido;

b) a descrição de benefícios esperados para o mercado e para os clientes, os investidores ou partes interessadas; e

c) métricas previstas para mensuração de desempenho e periodicidade de aferição;

II – dispensas de requisitos regulatórios pretendidas que, em sua visão, são necessárias para o desenvolvimento da atividade pleiteada;

III – sugestões de condições, limites e salvaguardas que podem ser estabelecidos pela CVM, isoladamente ou em conjunto com outro órgão regulador, para fins de mitigação dos riscos decorrentes da atuação sob dispensa de requisitos regulatórios, tais como:

a) limitações quanto ao número de clientes;

b) volume máximo de operação;

c) estabelecimento de mecanismos para receber e responder reclamações de clientes e investidores;

d) medidas adicionais de transparência em relação às regras de comunicação previstas nesta Instrução;

e) restrição dos valores mobiliários que podem ser transacionados; e

f) testes de penetração e de estresse em sistemas críticos;



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

IV – análise dos principais riscos associados à sua atuação, incluindo aqueles relativos à segurança cibernética;

V – procedimentos necessários para a entrada em operação, contendo necessariamente um cronograma operacional indicativo; e

VI – plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada, por qualquer motivo, incluindo o tratamento a ser dado aos clientes, investidores ou partes interessadas, conforme o caso.

Parágrafo único. As sugestões para mitigação de riscos a que refere o inciso III devem apresentar soluções e possíveis medidas reparadoras para eventuais danos causados aos clientes, investidores e partes interessadas durante o período de participação no **sandbox** regulatório, incluindo eventuais seguros contratados.

#### Seção IV – Análise das Propostas

Art. 7º As propostas para participação no **sandbox** regulatório recebidas tempestivamente serão avaliadas pelo Comitê de **Sandbox**.

Parágrafo único. O Comitê de **Sandbox** poderá solicitar informações adicionais ou esclarecimentos para embasar a avaliação das propostas recebidas.

Art. 8º As propostas intempestivas ou que forem consideradas inelegíveis ou insuficientes serão recusadas mediante apresentação de justificativa ao proponente.

Art. 9º As demais propostas constarão de relatório de análise elaborado pelo Comitê de **Sandbox** e apresentado ao Colegiado, que conterà, para cada proposta, no mínimo:

I – descrição do modelo de negócio inovador a ser testado;

II – autorização temporária a ser concedida;



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

III – recomendação de dispensas de requisitos regulatórios reputadas pelo Comitê de **Sandbox** como necessárias e suficientes para o desenvolvimento da atividade regulamentada; e

IV – proposta de condições, limites e salvaguardas a serem impostas pela CVM para mitigar os riscos identificados.

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.

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 previsto no § 1º do art. 3º, 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.

Art. 12. O Colegiado decidirá sobre a concessão das autorizações requeridas sopesando, entre outros aspectos, os objetivos institucionais da CVM de desenvolvimento e de proteção do mercado de capitais.



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

Parágrafo único. As autorizações temporárias serão concedidas às propostas aprovadas por meio de Deliberação editada pela CVM, devendo constar, para cada participante, no mínimo:

- I – o nome da empresa;
- II – a atividade autorizada e dispensas regulatórias concedidas; e
- III – as condições, limites e salvaguardas associadas ao exercício da atividade autorizada.

### CAPÍTULO III – MONITORAMENTO

Art. 13. Uma vez concedidas as autorizações temporárias pelo Colegiado, o Comitê de **Sandbox** monitorará o andamento das atividades desenvolvidas pelo participante no âmbito do **sandbox** regulatório, nos termos do § 2º.

§ 1º O monitoramento realizado pelo Comitê de **Sandbox**, nos termos do **caput**, não afasta nem restringe a supervisão das áreas técnicas sobre as diferentes atividades regulamentadas pela CVM, devendo ambos observar uma rotina de troca de informações sobre a pessoa jurídica participante do **sandbox** regulatório e o desenvolvimento de suas atividades.

§ 2º Para fins do monitoramento do Comitê de **Sandbox**, a pessoa jurídica participante do **sandbox** regulatório deverá:

- I – disponibilizar representantes com responsabilidades gerenciais para se reunir presencialmente e remotamente, de forma periódica;
- II – conceder acesso integral a informações relevantes relacionadas ao negócio, incluindo as relativas ao seu desenvolvimento e ao atingimento de metas da operação;
- III – apresentar informações, documentos ou outros materiais relacionados ao negócio, sempre que solicitada;



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

IV – cooperar na discussão de soluções para o aprimoramento de sua regulamentação e supervisão em decorrência do monitoramento da atividade desenvolvida sob autorização temporária; e

V – comunicar a materialização de riscos extraordinários no decorrer do desenvolvimento das atividades.

#### CAPÍTULO IV – COMUNICAÇÃO

Art. 14. Todo material de divulgação elaborado pelo participante do **sandbox** regulatório, inclusive a sua página na rede mundial de computadores, se houver, deve conter o seguinte aviso:

**“As atividades descritas neste material são realizadas mediante autorização em caráter experimental, para desenvolvimento de atividade regulamentada no mercado de valores mobiliários, tendo sido dispensadas de determinados requisitos regulatórios pela CVM.”**

Art. 15. Na hipótese de a atividade a ser desenvolvida envolver captação ou administração de recursos de clientes, o participante deve apresentar termo de ciência de risco assinado pelos clientes, nos termos do Anexo 15.

#### CAPÍTULO V – ENCERRAMENTO DO CICLO DO **SANDBOX** REGULATÓRIO

Art. 16. Em até 3 (três) meses após o final de cada ciclo do **sandbox** regulatório, o Comitê de **Sandbox** deverá elaborar relatório a ser divulgado ao público, informando seu encerramento e relatando os resultados alcançados.

Art. 17. A participação no **sandbox** regulatório se encerrará:

I – por decurso do prazo estabelecido para participação;

II – a pedido do participante;

III – em decorrência de cancelamento da autorização temporária, nos termos do art. 18; ou



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

IV – mediante obtenção de registro definitivo junto à CVM para desenvolver a respectiva atividade regulamentada.

§ 1º Nos casos de encerramento de participação previstos nos incisos I a III, o participante deverá colocar em prática o seu plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada, nos termos do inciso VI do art. 6º.

§ 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.

§ 3º A análise do pedido de registro pela Superintendência responsável deve levar em consideração a experiência obtida durante o monitoramento da atividade no **sandbox** regulatório, especialmente no tocante às eventuais dispensas a serem concedidas.

§ 4º A autorização temporária permanecerá válida durante a tramitação da análise do pedido de registro, caso tenha sido apresentado até o último dia do prazo de participação no **sandbox** regulatório.

Art. 18. A CVM pode suspender ou cancelar autorização temporária concedida ao participante do **sandbox** regulatório a qualquer tempo, em função de:

I – descumprimento dos deveres estabelecidos nos arts. 13, 14 e 15;

II – existência ou superveniência de falhas operacionais graves na implementação do modelo de negócio inovador, conforme apresentado ao Comitê do **Sandbox**;

III – entendimento do Comitê de **Sandbox** de que a atividade desenvolvida gera riscos excessivos e que não foram previstos anteriormente;

IV – constatação de que o participante deixou de cumprir com algum critério de elegibilidade; ou



#### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
www.cvm.gov.br

V – existência de indícios de irregularidades.

§ 1º A suspensão ou o cancelamento das autorizações temporárias com base nos incisos do **caput** não impede eventual instauração de processo administrativo para apuração de responsabilidades.

§ 2º Preliminarmente à suspensão ou ao cancelamento das autorizações temporárias em função da identificação das hipóteses previstas nos incisos do **caput** do presente artigo, o Comitê de **Sandbox**:

I – poderá formular exigências para que o participante tenha oportunidade de regularizar condutas ou ajustar falhas e riscos, caso sejam sanáveis; e

II – deverá informar ao participante do **sandbox** a intenção de suspender ou cancelar a autorização temporária, conforme o caso, concedendo-lhe o prazo de 10 (dez) dias úteis, contados da data de recebimento da comunicação, prorrogáveis por igual período, para apresentar as razões de defesa de sua permanência no **sandbox**.

§ 3º A suspensão da participação da pessoa jurídica no **sandbox** não interrompe, para ela, o prazo de duração do ciclo do **sandbox** regulatório.

#### CAPÍTULO V – DISPOSIÇÕES FINAIS

Art. 19. Considera-se infração grave, para efeito do disposto no art. 11, § 3º, da Lei nº 6.385, de 1976, o exercício das atividades nos termos desta Instrução por pessoa autorizada com base em declaração ou documentos falsos.

Art. 20. Esta Instrução entra em vigor na data da sua publicação.

*Original assinado por*

**MARCELO BARBOSA**

Presidente



### COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS

Rua Sete de Setembro, 111/2-5º e 23-34º Andares, Centro, Rio de Janeiro/RJ – CEP: 20050-901 – Brasil - Tel.: (21) 3554-8686  
Rua Cincinato Braga, 340/2º, 3º e 4º Andares, Bela Vista, São Paulo/ SP – CEP: 01333-010 – Brasil - Tel.: (11) 2146-2000  
SCN Q.02 – Bl. A – Ed. Corporate Financial Center, S.404/4º Andar, Brasília/DF – CEP: 70712-900 – Brasil -Tel.: (61) 3327-2030/2031  
[www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br)

## Anexo 15

### Termo de Ciência de Risco

Ao assinar este termo, declaro que tive pleno acesso a todas as informações necessárias e suficientes para a decisão de investimento, notadamente de que se trata de empresa participante de **sandbox** regulatório e que desenvolve, por período predeterminado, atividade regulamentada sem registro definitivo perante o órgão regulador.

Declaro, ainda, ter ciência de que se trata de um projeto realizado em caráter experimental, para desenvolvimento de atividade regulamentada no mercado de valores mobiliários, tendo sido dispensada de determinados requisitos regulatórios pela CVM.

[data e local]

---

[Nome e CPF ou CNPJ]