



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

RELATÓRIO DE ANÁLISE

Audiência Pública SDM nº 05/19 – Processo CVM SEI nº 19957.008843/2018-11

Objeto: Regulamentação de ambiente regulatório experimental (**sandbox** regulatório).

Introdução

Este relatório foi elaborado pela Superintendência de Desenvolvimento de Mercado – SDM, para apresentar ao Colegiado as sugestões recebidas na Audiência Pública SDM nº 05/2019, que esteve aberta para comentários do público entre os dias 28 de agosto e 12 de outubro de 2019.

A audiência teve como objeto a criação regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (“**sandbox** regulatório”), em que participantes poderão receber dispensas de requisitos regulatórios e autorizações temporárias para desenvolver modelos de negócio inovadores em atividades regulamentadas no mercado de valores mobiliários.

As manifestações na audiência pública recebidas tempestivamente estão disponíveis na íntegra na página da CVM na rede mundial de computadores¹, razão pela qual os comentários e sugestões apresentados são citados neste relatório de forma resumida. Sugestões relativas a alterações ortográficas e a ajustes meramente redacionais não estão citadas, mas foram levadas em consideração na elaboração da proposta definitiva de instrução.

Para melhor descrever e comentar as sugestões recebidas, o relatório está organizado da seguinte forma:

¹ Em: http://www.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0519.html



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

Sumário

1. Participantes da audiência pública	5
2. Comentários à Minuta	5
2.1. Preâmbulo	5
2.2. Âmbito e finalidade (art. 1º)	6
2.3. Definições (art. 2º)	9
2.3.1. Órgãos reguladores (art. 2º, inciso I)	9
2.3.2. Autorização temporária (art. 2º, inciso II)	9
2.3.3. Comitê de Sandbox (art. 2º, inciso III)	10
2.3.4. Modelo de negócio inovador (art. 2º, inciso IV)	12
2.3.5. Inclusão de novas definições ao art. 2º e demais comentários	17
2.4. Procedimentos estabelecidos pelo Comitê de Sandbox (atual <i>Processo de admissão de participantes</i>, art. 3º)	20
2.4.1. Modelo de funcionamento em ciclos (art. 3º, caput e inciso III – atual art. 3º, caput)	20
2.4.1.1. Sandbox express (art. 3º, novo dispositivo)	22
2.4.2. Antecedência mínima (art. 3º, § 1º)	24
2.4.3. Considerações sobre o número máximo de participantes (art. 3º, § 1º, inciso I)	24
2.4.4. Ciclos restritos a uma ou mais atividades regulamentadas (art. 3º, § 1º, inciso II)	26
2.4.5. Prazo de duração dos ciclos (art. 3º, inciso III e § 3º - atual art. 12, § 2º)	28
2.5. Procedimentos complementares (art. 4º)	31
2.5.1. Atividades regulamentadas por mais de um Regulador (art. 4º, inciso I)	31
2.5.2. Participação de pessoas jurídicas estrangeiras (art. 4º, inciso III – atual art. 5º, § único)	33
2.5.3. Parceria com entidades (art. 4º, novo inciso IV)	36
2.6. Critérios de elegibilidade (art. 5º)	37
2.6.1. Comentários gerais	37



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

2.6.2. Atividades conduzidas primariamente no mercado brasileiro (art. 5º, antigo inciso II)	39
2.6.3. Capacidade técnica e financeira (art. 5º, inciso III – atual inciso II)	40
2.6.4. Contratação com instituições financeiras oficiais (art. 5º, inciso V, “a” – atual inciso IV, “a”)	44
2.6.5. Políticas, procedimentos e controles internos (art. 5º, inciso VI)	45
2.6.6. Sugestões de novos critérios de elegibilidade (art. 5º, novos incisos)	46
2.7. Apresentação de propostas (art. 6º)	48
2.7.1. Comentários gerais	48
2.7.2. Descrição da atividade desenvolvida (art. 6º, inciso I)	50
2.7.3. Dispensas de requisitos regulatórios (art. 6º, inciso II)	51
2.7.4. Condições, limites e salvaguardas (art. 6º, inciso III)	53
2.7.5. Análise de riscos (art. 6º, inciso IV)	56
2.7.6. Plano de contingência (art. 6º, inciso VI)	56
2.7.7. Medidas reparadoras em caso de dano (art. 6º, parágrafo único – atual § 1º)	57
2.7.8. Sugestões adicionais ao art. 6º	57
2.8. Avaliação das propostas de participação (art. 7º)	62
2.9. Propostas recusadas (art. 8º)	63
2.10. Relatório de análise (art. 9º)	65
2.11. Interação do Comitê de Sandbox com partes interessadas (art. 10)	67
2.12. Critérios de seleção de propostas (art. 11)	68
2.13. Concessão de autorizações e dispensas de requisitos regulatórios (art. 12)	72
2.14. Monitoramento (art. 13)	73
2.15. Comunicação (arts. 14 e 15)	78
2.16. Encerramento do ciclo do sandbox regulatório (arts. 16 a 18 – atuais arts. 16 e 17) ..	81
2.16.1. Relatório sobre resultados alcançados (art. 16)	81
2.16.2. Hipóteses de encerramento da participação (art. 17 – atual art. 16)	82



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

2.16.3. Implementação do plano de contingência (art. 17, § 1º - atual art. 16, § 1º)	82
2.16.4. Prazo para análise e concessão de registro definitivo (art. 17, § 3º - atual art. 16, §3º) 83	
2.16.5. Validade de autorização temporária durante período de análise (art. 17, § 4º - atual art. 16, § 4º)	84
2.16.6. Cancelamento ou suspensão de autorização temporária (art. 18 – atual art. 17)	84
2.17. Disposições finais (art. 19 – atuais arts. 18 a 20)	88
3. Demais considerações sobre a Minuta de Instrução	89
4. Proposta definitiva de Instrução	92
5. Fluxograma	92



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

1. Participantes da audiência pública

Os seguintes participantes manifestaram-se na audiência pública: (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, Barriou, Flesch & Barreto Advogados Associados (“Cescon, Barriou”); (xvi) CFA Society Brazil (“CFA Society”); (xvii) Grupo de Pesquisa Interdisciplinar Democracia, Experimentalismo & Economia Política da Faculdade de Direito da USP (“DEEP-USP”); (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 Guerreiro Advogados (“Vieira Rezende”).

2. Comentários à Minuta

2.1. Preâmbulo

Pinheiro Neto sugere que o embasamento legal que concede à CVM poderes para instituição de regime de concessão de autorizações temporárias e de dispensas de requisitos regulatórios deveria constar do preâmbulo da Instrução, bem como das definições trazidas pelo art. 2º.

O escritório entende que a Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976 (“Lei nº 6.385/76”) confere poderes para a CVM dispensar os participantes do mercado de valores mobiliários de



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

registro prévio para exercerem suas respectivas atividades no âmbito do mercado de valores mobiliários, notadamente no art. 2º, § 3º, III (entidades participantes do sistema de distribuição de valores mobiliários), no art. 19, § 5º (registro de oferta) e no art. 21, § 6º, I (registro de emissor).

A sugestão foi parcialmente acatada e complementada. Cumpre esclarecer que o inciso III do § 3º do art. 2º da Lei n.º 6.385/76 não se refere à dispensa de registro para atuar como participante do sistema de distribuição de valores mobiliários, como alegado na manifestação. O referido dispositivo faz menção à competência da CVM para dispensar, na distribuição pública de valores mobiliários, a obrigatoriedade de participação de instituição integrante do sistema de distribuição. A dispensa de instituição intermediária em uma única oferta não está no escopo do **sandbox**, pois não se trata de uma autorização para se realizar temporariamente a atividade de intermediação.

Também foram incluídos no preâmbulo outros dispositivos da Lei que não haviam sido elencados na manifestação, mas que compõem o embasamento legal que concede à CVM poderes para instituição de regime de concessão de autorizações temporárias e de dispensas de requisitos regulatórios.

2.2. Âmbito e finalidade (art. 1º)

Baptista Luz sugere que seja incluído um parágrafo ao art. 1º prevendo que a CVM disponibilizará as informações sobre a implementação e o funcionamento do **sandbox** regulatório em seu **site** oficial, de forma a dar mais transparência ao processo e a auxiliar na divulgação e compreensão desse modelo inovador. Informa que órgãos reguladores de outros países adotam iniciativas semelhantes, e que a gestão transparente da informação é um dever dos órgãos e entidades do poder público estabelecido pelo inciso I do art. 6º da Lei n.º 12.527, de 18 de novembro de 2011 (“Lei de Acesso à Informação”).

A divulgação no **site** oficial serviria também para conferir maior segurança aos investidores que tiverem que assinar o Termo de Ciência e Risco do Anexo 15 e que queiram mais informações a respeito do **sandbox**.

A sugestão foi acatada e está refletida na nova redação do art. 18 da norma.

DEEP-USP sugere que o art. 1º seja complementado para registrar expressamente as



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

finalidades do **sandbox** regulatório, visto que o termo *finalidade* restou apenas citado no título do Capítulo I e não foi desenvolvido nos artigos que o compõem.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma na forma de novo parágrafo único ao art. 1º.

HashInvest sugere que o **sandbox** possa permitir a participação de pessoas jurídicas com modelos de negócio inovadores em atividades não regulamentadas no mercado de valores mobiliários, como entende ser o caso de diversas criptomoedas. Acredita que a relevância crescente dessa classe de ativos justificaria sua participação, e que a CVM se beneficiaria ao aprender e acompanhar de perto o desenvolvimento desse mercado e de seus riscos.

MD8 solicita que seja confirmado o entendimento de que atividades relacionadas a ativos virtuais ou criptomoedas não seriam elegíveis para testes no **sandbox** da CVM, visto que, apesar de representarem modelo de negócio inovador, não são considerados ativos financeiros, para efeito do disposto no inciso V do art. 2º da Instrução CVM 555.

A participação no **sandbox** da CVM só se justifica conceitualmente se o candidato estiver em busca de autorizações temporárias para desenvolver atividades regulamentadas pela Comissão. Se a atividade não for regulamentada pela CVM, por definição, não há que se falar em concessão de autorizações ou de dispensas, uma vez que a atividade se situa fora do perímetro regulatório 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.



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

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.

Nubank acredita que instituições já registradas ou licenciadas pela CVM deveriam ser elegíveis a participar no **sandbox**, visto que empresas já consolidadas poderiam desenvolver projetos de alcance restrito a serem testados no ambiente regulatório experimental, e eventualmente produzir impacto sistêmico positivo.

Na hipótese de o teste no **sandbox** produzir os resultados esperados, a CVM poderia vir a transformar a dispensa em definitiva e ampliá-la para todos que tenham interesse de ofertar os mesmos produtos ou serviços, de forma que todo o mercado se beneficiaria do sucesso do teste com esses projetos, inclusive os novos entrantes.

A CVM esclarece que o fato de um proponente já deter algum registro ou autorização perante a Autarquia não será considerado impeditivo para participação no **sandbox** regulatório. O **sandbox** se propõe a receber propostas de todos os tipos de empresas, quer sejam entrantes ou consolidadas, visto que a capacidade de inovar ou empreender não está restrita às **startups** e aos novos participantes do mercado. Sendo assim, apesar de conceitualmente concordar com a sugestão apresentada, a CVM não entendeu necessário fazer a inclusão proposta de forma expressa na Instrução.



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

2.3. Definições (art. 2º)

2.3.1. Órgãos reguladores (art. 2º, inciso I)

Balera sugere que a Secretaria de Previdência seja incluída na definição de órgãos reguladores do inciso I do art. 2º, pois entende que o ente é um elemento necessário para permitir a formação de modelos de negócio inovadores junto às Entidades Fechadas de Previdência Complementar (“EFPC”) e aos Regimes Próprios de Previdência Social (“RPPS”), fomentando a transformação do setor de previdência.

A Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc faz parte do rol dos órgãos reguladores, na definição do inciso I do art. 2º. A Previc tem por atribuição atuar em todo o território nacional como entidade de fiscalização e supervisão das atividades das EFPC e de execução das políticas para o regime de previdência complementar operados pelas EFPC. Deste modo a redação atual da minuta já contemplaria os casos de modelos de negócio inovadores cujas atividades fossem regulamentadas tanto pela CVM como pela Previc.

Os RPPS são instituídos, em regra, por entes federativos estaduais e municipais, e não foram identificadas hipóteses em que tais regimes poderiam necessitar autorizações temporárias para desenvolver atividades regulamentadas pela CVM. Por esses motivos a sugestão de inclusão da Secretaria de Previdência da definição de órgãos reguladores não foi acatada.

2.3.2. Autorização temporária (art. 2º, inciso II)

Balera sugere que a definição de autorização temporária seja ajustada para contemplar produtos ou serviços que não tenham sido definidos de forma explícita como valores mobiliários, inclusive nos casos em que a competência regulatória da CVM sobre a matéria não tenha sido formalmente estabelecida. O escritório entende que essa abordagem permitiria à CVM acompanhar o desenvolvimento de novas atividades que ainda não tenham sido objeto de regulamentação específica.

A sugestão não foi acatada. Ainda que haja produtos que não tenham sido nominalmente 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

explicitamente definidos como valores mobiliários, alguns poderão vir a ser assim considerados por conta de suas características e do tipo de oferta realizada, caso sejam enquadrados como contratos de investimento coletivo, conforme definidos no inciso IX do art. 2º da Lei n.º 6.385/76.

Dessa forma, não há necessidade de se alterar a definição de *autorização temporária* somente em função da falta de definição nominal explícita de um produto dentre os incisos do art. 2º, uma vez que ele pode ser materialmente abarcado por tal definição e ser considerado, portanto, um valor mobiliário.

Quanto aos casos de produtos e serviços sobre os quais a competência regulatória da CVM não tenha sido formalmente estabelecida, a mera alteração no conceito de *autorização temporária* não seria suficiente para possibilitar a participação no **sandbox** da CVM, pois tal ambiente regulatório experimental pressupõe que sejam desenvolvidas atividades regulamentadas por esta Comissão, cujo perímetro regulatório é estabelecido em Lei.

DEEP-USP considera que o termo *dispensa* utilizado na definição da autorização temporária pode levar a uma interpretação equivocada de que teria ocorrido uma revogação total ou parcial de determinadas regulamentações ou orientações da Autarquia. Considera que essa não seja a intenção da proposta, mas sim de manter vigente a regulamentação da CVM, apenas mitigando ou flexibilizando sua aplicação por prazo determinado. Ainda nesse sentido, entende necessário que essa flexibilização seja justificada, tendo em vista os riscos inerentes ao negócio, portanto sugere que o termo *dispensa* seja substituído pela expressão *flexibilização justificada*.

A sugestão não foi acatada. O termo *dispensa* é consagrado na regulamentação do mercado de valores mobiliários, e no âmbito do **sandbox** terá contornos claramente definidos: tratam-se de dispensas de requisitos regulatórios específicos, concedidos temporariamente e nominalmente a cada participante, os quais serão de conhecimento público, pois constarão de Deliberação a ser editada pela CVM, nos termos do § 1º do art. 12. Todas as regras e requisitos regulatórios que compõem o arcabouço regulatório da CVM e que não tiverem sido objeto de dispensa ou de modulação continuarão sendo de cumprimento exigível do participante.

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



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

Balera sugere que haja maior diversidade na composição do Comitê de **Sandbox** (“Comitê”) por meio da inclusão de participantes do mercado, entidades de autorregulação e universidades, pois entende que a participação exclusiva de servidores limitaria as fontes de pessoal qualificado com conhecimento técnico para o desempenho das funções típicas do Comitê. Bitcapital também sugere a inclusão de especialistas da iniciativa privada, desde que a independência da análise não reste prejudicada.

Bocater e Monteiro sugerem que o Comitê conte com integrantes dos seguintes subsetores do ecossistema de **fintech**: a) crédito; b) **crowdfunding**; c) meios de pagamento; e d) gerenciamento financeiro. Acreditam a especialização dos representantes traria aprimoramentos tanto para os produtos e serviços testados quanto para o arcabouço regulatório. Tais representantes teriam participação minoritária no Comitê, atuação não remunerada e mandatos fixos de 2 anos.

Cescon, Barrieu propõe que haja representação do mercado no Comitê, em linha com experiências profícuas como o **Lab** de Inovações Financeiras, o Fórum de Pagamentos Instantâneos do Banco Central e os debates sobre **open banking**, visto que as atividades deliberativas do grupo produzirão subsídios para a tomada de decisão pelo Colegiado quanto às regras aplicáveis a cada ciclo e quanto à concessão de autorizações temporárias.

O escritório entende que a representação paritária entre servidores da CVM e representantes do mercado seria a composição mais adequada do Comitê, similarmente ao que ocorre no Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional e no Conselho Administrativo de Recursos Fiscais. No arranjo proposto a coordenação do Comitê seria realizada por um Superintendente da CVM, a quem caberia o voto de desempate.

CFA Society observa que o art. 10 da Minuta estabelece apenas a faculdade de interação com partes interessadas, não a obrigatoriedade, no processo de análise das propostas. Sugere que o Comitê seja composto também por membros do setor privado, pesquisadores e acadêmicos com notório saber em matéria de inovação financeira, a serem indicados pelo Colegiado, com mandato fixo de 3 anos, renovável uma vez por igual período. Tais integrantes deverão assinar termo de confidencialidade para assegurar o sigilo das informações e evitar conflitos de interesse. CFA Society considera que a presença desses especialistas conferiria maior eficiência e agilidade na



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

análise, e resultaria em decisões do Colegiado mais adequadas e consistentes.

DEEP-USP sugere que o Comitê conte com a participação de membros da sociedade civil, como associações de proteção de investidores e consumidores, ainda que a título consultivo. Considera que isso conferiria maior legitimidade democrática e aumentaria a transparência do processo de análise de pontos sensíveis das propostas. Sugere que tais membros sejam escolhidos por meio de Portaria e tenham o direito de se manifestar no Comitê, mas que não tenham direito de voto nem de veto.

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.

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

ANBIMA considerou pertinente a definição de modelo de negócio inovador adotada na minuta de Instrução, em especial que o aspecto inovador não se restringe ao fator tecnológico e abarca também novos modelos de negócio e ganhos de eficiência. Registra que essa abordagem está



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

alinhada com experiências internacionais observadas em países como Dinamarca, Holanda e Reino Unido.

ABCD e C²Law sugerem que a definição de modelo de negócio inovador seja complementada para recepcionar atividades empresariais que apresentem mais de uma das características elencadas nas alíneas “a”, “b” e “c” do inciso IV do art. 2º. A redação proposta prevê que as características da atividade empresarial podem estar presentes de forma alternativa, tendo sido proposto que o dispositivo seja alterado para prever que as hipóteses também podem ser cumulativas.

A sugestão de ABCD e C²Law foi acatada e está refletida na versão final da Instrução.

ABIPAG sugere que a definição de modelo de negócio inovador seja mais restritiva que a proposta apresentada na Minuta. A nova redação proposta pela ABIPAG para a alínea “c” do inciso IV do art. 2º exigiria 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.

A Associação entende que a definição proposta na Minuta poderá resultar em um número elevado de pedidos à CVM, solicitando flexibilização para modelos de negócio que não necessariamente precisariam de modulação no ônus regulatório, assim comprometendo o **sandbox**, por sobrecarregar a capacidade de monitoramento e de **enforcement** da Comissão.

ABIPAG ressalta que não está advogando que apenas novas atividades ou modelos de negócio que utilizem tecnologias nascentes possam ser elegíveis, e registra que apoia a ideia de atividades consagradas poderem realizar testes em ambiente de **sandbox** regulatório. No entanto, considera ser necessário existir uma inovação relevante na prestação do serviço, que justifique a dispensa de requisitos regulatórios.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma. Os aspectos originalmente sugeridos na alínea “c” do inciso IV do art. 2º, a saber, os ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação do acesso do público em geral a produtos ou serviços do mercado de valores mobiliários, não serão considerados, isoladamente, como elementos suficientes para caracterização de um



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

modelo de negócio inovador, mas seguirão sendo elementos necessários para tanto (v. art. 2º, §1º).

Balera sugere que a definição de modelo de negócio inovador não se restrinja às atividades empresariais, pois entende que essa abordagem impossibilitaria a participação de entidades voltadas aos mercados de títulos verdes e de finanças sustentáveis que não possuem viés empresarial. Caso a sugestão seja acatada, há que se adotar o termo *entidade* também no inciso I do § único do art. 12, em substituição ao termo *empresa*.

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**.

Baptista Luz considera que ficou vaga a definição de modelo de negócio inovador contida na alínea “a” do inciso IV do art. 2º, e propõe que a definição de tecnologia inovadora e de uso inovador de tecnologia seja complementada com a definição de **startup** prevista nos §§ 1º e 2º do art. 65-A da Lei Complementar n.º 123, de 14 de dezembro de 2006.

A definição de modelo de negócio inovador, considerada vaga por Baptista Luz, foi intencionalmente delineada de modo a abarcar iniciativas inovadoras advindas de atividades empresariais dos mais diversos perfis: desde incumbentes do mercado financeiro e de capitais, passando por corporações que prestam serviços de tecnologia, e também **fintechs** ou **startups** recém-criadas, apenas para citar alguns exemplos.

A CVM considera muito provável que uma empresa que seja considerada como **startup**, nos termos dos §§ 1º e 2º do art. 65-A da Lei Complementar n.º 123, de 14 de dezembro de 2006,



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

artigo introduzido pelo art. 13 da Lei Complementar n.º 167, de 24 de abril de 2019, não terá dificuldades para evidenciar em sua proposta de participação que pretende desenvolver um modelo de negócio inovador conforme definido pelo inciso IV do art. 2º da Minuta, e conseqüentemente para cumprir tal critério de elegibilidade.

Ainda que a sugestão de Baptista Luz pudesse trazer para a Minuta mais detalhes sobre a definição e as características de uma **startup**, o **sandbox** da CVM não restringe a participação apenas a agentes com tais características, portanto a sugestão não foi acatada.

Beatriz Nami sugere que seja complementada a redação da alínea “b” do inciso IV do art. 2º de modo a ampliar a hipótese ali prevista. Propõe que a referida alínea abarque não apenas os casos de atividades empresariais que desenvolvam produto ou serviço que ainda não seja oferecido no mercado de valores mobiliários, mas também aquelas que ofereçam produtos e serviços com arranjo diverso do correntemente provido. Considera que tal ampliação poderia aumentar o número de agentes elegíveis a receber autorizações temporárias para testar modelos de negócio inovadores em atividades regulamentadas.

SBK Capital entende que podem existir modelos de negócio inovadores que tenham, como proposta de valor, a reconfiguração de uma atividade ou de diversas atividades realizadas pelos participantes da cadeia. Cita, a título de exemplo, o caso dos fundos de investimento, que envolve diversas atividades regulamentadas tais como administradores, gestores, custodiantes e agência de rating.

Considera que um novo modelo de negócio poderia, em tese, simplificar o número de participantes envolvidos e assim sugere que a definição de modelo de negócio inovador do inciso IV do art. 2º seja complementada, para prever a hipótese da reconfiguração da forma como as atividades regulamentadas são desenvolvidas atualmente.

As sugestões foram acatadas e estão refletidas na nova redação da alínea “b” do inciso IV do art. 2º.

SEPRAC considera que as hipóteses de caracterização de modelo de negócio inovador estarão sujeitas a avaliações por critérios que não serão totalmente quantitativos. Em relação às



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

alíneas “a” e “b”, SEPRAC acredita que a avaliação demandará que o Comitê conheça todas as tecnologias empregadas no mercado brasileiro e internacional, bem como todos os produtos e serviços existentes dentro e fora do Brasil, para poder julgar o teor de inovação.

Quanto à alínea “c”, a Secretaria considera que a análise de ganho de eficiência e de ampliação de acesso do público pode ser bastante subjetiva. Em face dessas considerações, SEPRAC pontua que há riscos evidentes de que ocorram falhas nas análises efetuadas pelo Comitê para caracterizar um modelo de negócio como inovador.

SEPRAC sugere que a CVM reconsidere a pertinência da redação da alínea “c” do inciso IV do art. 2º, pois considera que as alíneas “a” e “b” já englobam as possíveis medidas inovadoras, a saber: tecnologia inovadora, uso inovador de tecnologia e produto ou serviço ainda não oferecido.

Acredita que a CVM deveria lançar mão de redação mais específica para evitar ampla possibilidade de aceitação no **sandbox**, evitando a admissão de mais uma possibilidade que, em sua visão, não contemplaria nenhuma inovação. Argumenta que essa abordagem sugerida já teria respaldo na própria Minuta, visto que o inciso I do art. 11 elenca a presença e relevância da inovação tecnológica como um dos critérios de seleção.

A CVM considera que a SEPRAC teceu ponderações pertinentes quanto ao teor subjetivo da análise e quanto aos desafios que se apresentarão ao Comitê ao avaliar se determinada atividade se enquadra no conceito de modelo de negócio inovador. Uma das formas previstas pela Minuta para enfrentar tais desafios é a possibilidade de o Comitê contar com o apoio de universidades, pesquisadores, entidades representativas e associações durante tais análises, nos termos do art. 10, para que o processo decisório seja o melhor possível em face de critérios que não são totalmente quantitativos ou parametrizáveis.

De todo modo, é razoável esperar que o Comitê enfrentará uma curva de aprendizado e que, ao longo do tempo, diante das experiências reais, aprimorará continuamente sua capacidade, tanto na identificação das inovações, quanto em sua seleção e monitoramento.

A sugestão de exclusão da alínea “c” do inciso IV do art. 2º foi acatada, conforme comentado anteriormente neste item 2.3.4.



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 CVM esclarece que a presença e relevância da inovação tecnológica como um dos critérios de seleção do inciso I do art. 11 não significa que apenas as inovações tecnológicas serão elegíveis ao **sandbox**. Os critérios de seleção do art. 11 serão aplicados para priorizar o aceite de propostas apenas se o número de proponentes elegíveis for superior ao número de vagas, caso em que a presença e relevância de inovação tecnológica no modelo de negócio será um dos critérios adotados para a priorização de pedidos de participantes.

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

ANBIMA sugere que seja incluída definição do termo *Colegiado*, pois considera que parte da comunidade de inovação ainda não está habituada a todos os termos ligados aos trabalhos da Autarquia.

A sugestão não foi acatada. A CVM esclarece à comunidade de inovação que o termo *Colegiado* se refere ao conjunto de pessoas formado pelo Presidente da CVM e seus quatro Diretores, e configura a instância decisória máxima da Autarquia.

B3 sugere que as regras relacionadas à composição e ao funcionamento do Comitê de **Sandbox** sejam incorporadas à Instrução, ao invés de serem definidas em Portaria a ser editada pelo Presidente da CVM, como forma de conferir maior estabilidade ao Comitê e maior previsibilidade quanto à linha seguida por seus pareceres.

Balera sugere que o parágrafo único do art. 2º preveja que a composição e o funcionamento do Comitê de **Sandbox** sejam disciplinados por Deliberação do Colegiado da CVM, e não por Portaria do Presidente da CVM, pois entende que a Deliberação seria o instrumento jurídico adequado.

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.



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

Cumprе 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.

Com base em todo o acima exposto, as sugestões não foram acatadas.

Baptista Luz sugere que seja incluída uma definição da expressão *condições de salvaguarda*, posto que é utilizada diversas vezes na Minuta e que configurará um dever a ser observado, logo seria necessária uma definição específica que traga clareza e segurança jurídica para os participantes.

Os termos utilizados na Minuta são *condições, limites e salvaguardas*, e não *condições de salvaguarda*; portanto, a sugestão não foi acatada.

A CVM esclarece, no entanto, que o sentido pretendido para o termo *salvaguarda* na Minuta remete, de forma ampla, a garantias ou mecanismos de proteção estabelecidos para servir como defesa ou anteparo para clientes, investidores e partes interessadas, que estejam expostos aos riscos especificamente decorrentes da atuação do participante no **sandbox**.

DEEP-USP sugere que seja adicionado novo parágrafo ao art. 2º para detalhar os instrumentos de atuação que poderão ser utilizados pela CVM em seu **sandbox** regulatório. Adicionalmente, DEEP-USP sugere que os participantes sejam divididos em dois grupos, em função da empresa já ser ou não atuante no mercado de valores mobiliários. Entende que cada grupo possui necessidades diferentes de flexibilização de normas regulatórias que constituem



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

barreiras para o lançamento de inovações no mercado.

O grupo de empresas que já possui registro ou autorização 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. DEEP-USP sugere que os novos parágrafos e incisos prevejam ferramentas que atendam às especificidades de ambos os grupos.

Não foi acatada a sugestão de inclusão de novo dispositivo, destinado a detalhar os instrumentos a serem utilizados pela CVM no **sandbox**. Isto porque a redação proposta para a definição de *autorização temporária* (inciso II do art. 2º) já apresenta os principais instrumentos que serão utilizados, a saber: concessão de autorizações em caráter temporário para desenvolver atividade regulamentada específica; possibilidade de concessão de dispensa de requisitos regulatórios; e fixação de condições, limites e salvaguardas à operação do participante.

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**”)².

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.

SEPRAC sugere que seja incluída a definição formal e completa de *ciclo*, visto que a Minuta faz diversas referências à noção de ciclo de **sandbox**. SEPRAC afirma que compreende as dificuldades de se estabelecer um ciclo de antemão, mas acredita que isso será possível após

² <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/decisoes/anexos/2016/20160607/PORTARIA-105.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

algumas experiências práticas com o **sandbox**.

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 a 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.

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

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

ANBIMA sugere que a CVM considere a complementação do modelo de participação em



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

ciclos proposto no edital, pois entende como pertinente a previsão da possibilidade de que proponentes possam encaminhar pedidos de participação ainda que encerrado, ou não iniciado, um determinado ciclo de inscrições. Cita que esse modelo de inscrições contínuas é adotado por diversos reguladores internacionais.

ANBIMA entende que, dessa forma, o regulador teria flexibilidade para incluir participantes adicionais em um ciclo já iniciado ou encerrado, e priorizar determinada solução ou área de seu interesse imediato, antes da formação de uma próxima turma.

ANBIMA sugere que, nesses casos, só possam participar projetos que se enquadrem nas categorias ou propostas aprovadas para o respectivo ciclo ao qual o potencial proponente deseje aderir e que, para além de apresentar um modelo de negócio na mesma categoria de um dos projetos que foram aprovados pelo Comitê de **Sandbox**, o proponente deveria atender às mesmas regras de monitoramento que foram aprovadas para a respectiva categoria e cumpri-las.

C²Law e Vieira Rezende sugerem que seja adotado o modelo de acesso contínuo, para que as empresas possam buscar o regulador no momento em que estiverem prontas para testar seus modelos de negócio. Acredita que um processo de inscrição intermitente, em ciclos, pode ser ineficiente, pois obrigaria os potenciais participantes a terem que esperar a próxima oportunidade. C²Law acredita que os reguladores que queiram disponibilizar um **sandbox** regulatório precisam criar um núcleo para atender continuamente a demanda dos interessados e analisar as propostas.

Pinheiro Neto sugere que a CVM não opte, desde a partida, unicamente pelo modelo de ciclos em detrimento do modelo de acesso contínuo. Sugere que a escolha do formato possa se dar no âmbito do comunicado a ser formulado e publicado pela CVM antes do início de cada programa. Pontua que a experiência internacional conta com casos de sucesso em ambos os modelos, portanto, recomenda que o modelo a ser adotado no Brasil não seja restringido em momento tão preliminar, sob risco de ser necessária alteração na Instrução em momento subsequente.

Sugere que a expressão *ciclo de **sandbox*** seja substituída ao longo da Instrução por *edital de participação*, com a vantagem adicional de essa nomenclatura ter sido utilizada na proposta de **sandbox** da SUSEP, e que poderia ser adotada caso venha a ser lançado um edital de participação



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

unificado de todos os reguladores.

As sugestões foram parcialmente acatadas, posto que a abordagem por meio de ciclos de **sandbox** foi substituída por outro formato, conforme esclarecido no item 2.3.5 acima. O novo formato adotado permite que, caso a CVM venha a disponibilizar alguma modalidade de acesso contínuo, possa fazê-lo sem necessidade de alteração no texto da Instrução.

A proposta de ANBIMA de inclusão incondicional e irrestrita de novos participantes após o encerramento do prazo estabelecido para inscrições não foi considerada pertinente, podendo suscitar questões de tratamento não equitativo entre os proponentes.

A CVM optou por restringir a admissão extemporânea ao caso previsto no § 3º do art. 7º, que contempla o recebimento e análise de propostas que sejam provenientes de processos de admissão de outros órgãos reguladores para seus respectivos **sandboxes**.

Além disso, as regras de atuação e monitoramento aplicáveis a cada participante serão customizadas, não compondo necessariamente um conjunto uniforme, válido para todos os participantes que desenvolvam a mesma atividade regulamentada. Logo, tais regras não poderiam ser estendidas para todos eventuais novos participantes.

A sugestão de C²Law de criação de um núcleo para atender continuamente às demandas dos interessados e analisar as propostas parece bastante positiva, mas esbarra em restrições orçamentárias e de pessoal na CVM, sendo uma restrição comum à maior parte dos reguladores nacionais e internacionais. A criação do Comitê de **Sandbox** é uma iniciativa que visa a alocar os recursos já disponíveis, para assim viabilizar o funcionamento do **sandbox** sem a necessidade de criação de um componente organizacional.

2.4.1.1. Sandbox express (art. 3º, novo dispositivo)

Cescon, Barrieu sugere que a CVM institua uma modalidade de **sandbox express**, em que são previamente definidas as atividades regulamentadas que poderiam ser desenvolvidas com baixo risco para o mercado, bem como os limites e as salvaguardas exigidos, possibilitando que dispensas de requisitos regulatórios e autorizações temporárias sejam concedidas com prazo de análise



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

bastante reduzido.

O escritório entende que essa solução se alinha conceitualmente à Lei n.º 13.874/19, que introduziu a previsão de dosimetria de risco de atividade econômica para beneficiar as que sejam definidas como de baixo risco. Ainda que tal modelo não possa ser implementado desde o primeiro momento, Cescon, Barrieu sugere que sejam adicionados novos parágrafos ao art. 3º, para que a Instrução preveja tal hipótese para implementação futura.

C²Law também sugere que seja criada uma modalidade de **sandbox express**, nos moldes desenvolvidos em Cingapura pela **Monetary Authority of Singapore** (“MAS”), em que poderiam ser rapidamente aprovadas as propostas cujos riscos inerentes à atividade a ser testada já fossem conhecidos e mensurados pelo mercado e pelo regulador. A CVM definiria, dentre outros parâmetros possíveis, as atividades regulamentadas elegíveis, os nichos de mercado permitidos, as salvaguardas exigidas e as dispensas regulatórias que seriam concedidas, e todos os interessados poderiam solicitar participação, de modo contínuo, sem limitação ao número de candidatos.

CFA Society sugere que seja adotada modalidade de **sandbox express** inspirada no modelo australiano da **fintech licensing exemption**, em que são concedidas dispensas da exigência de registro ou licença para desempenhar atividades regulamentadas.

Nesse formato não são concedidas autorizações temporárias, e sim dispensas da obrigação de obter autorização ou licença. As empresas que cumpram os critérios de elegibilidade e estejam interessadas em usufruir desse benefício não precisam nem formalizar um pedido de dispensa ou submeter proposta de participação: basta fornecer certas informações ao regulador e notificá-lo de que a empresa pretende se valer da dispensa, por prazo de até 12 meses, com início imediato.

A **Australian Securities and Investments Commission** (“ASIC”), por seu turno, alerta que a empresa não poderá sugerir ou insinuar para seus clientes que detém uma autorização ou licença concedida pela ASIC, nem que foi por ela aprovada.³

³ Cfe. **Regulatory Guide** n.º 257 publicado pela ASIC e disponível em: <https://download.asic.gov.au/media/4420907/rg257-published-23-august-2017.pdf>, acessado em 24 de janeiro de 2020.



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

CFA Society propõe que sejam adotados os seguintes limites e salvaguardas para essa modalidade expressa: número máximo de 50 clientes, com captação máxima de R\$ 5 milhões, e limite de investimento de R\$ 10 mil para investidores não qualificados.

CFA Society propõe uma segunda variante do **sandbox express**, acessível apenas por entidades já reguladas pela CVM que estivessem se candidatando ao ambiente experimental, sem qualquer atuação ou captação junto ao público. Na visão de CFA Society, poderia haver aprovação imediata de pedidos nesses casos, pois (i) os riscos estariam limitados a tais grupos restritos, que dispõem de todas as informações para o experimento pretendido, e que (ii) os riscos estariam bem compreendidos e bem dimensionados de antemão, de forma a poderem ser contidos num eventual contexto emergencial. A CVM conservaria a prerrogativa de condicionar ou interromper a atuação do participante.

As sugestões não foram acatadas. A adoção de alguma modalidade de **sandbox express** poderá ser oportunamente avaliada, conforme a CVM percorra a curva de aprendizado acerca do funcionamento do ambiente regulatório experimental. A eliminação das menções ao ciclo de **sandbox** comentada no item 2.3.5 facilita que um eventual **sandbox express** possa ser adotado no futuro, sem necessidade de alteração no texto da Instrução.

2.4.2. Antecedência mínima (art. 3º, § 1º)

Balera sugere que a divulgação dos procedimentos para participação no **sandbox** regulatório seja realizada pelo Comitê com antecedência mínima de 180 dias da data de início do ciclo, para que os proponentes tenham tempo suficiente para elaborar propostas e eventualmente adequar seus modelos de negócio de forma a poder participar do ciclo.

A CVM considera que os prazos para submissão de propostas devem ser definidos a cada novo processo de admissão de participantes, podendo haver casos em que a antecedência mínima de 180 dias não seja desejável, de forma que a sugestão não foi acatada.

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

BNDES recomenda que seja estabelecido, em todos os ciclos, o número máximo 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

proponentes que poderão ser selecionados para participação. A redação proposta na Minuta confere ao Comitê de **Sandbox** a prerrogativa de indicar se haverá ou não número máximo de participantes, e o BNDES defende que, com base em sua experiência em processos seletivos de fundos e **startups**, tal predefinição é importante para fins de transparência do processo.

Em sentido contrário, C²Law acredita que não deveria haver número máximo de proponentes que podem ser recepcionados em cada ciclo, e que os critérios de elegibilidade devem ser a única limitação de acesso à participação.

DEEP-USP sugere que a CVM apresente justificativa fundamentada nos ciclos em que decidir predefinir número máximo de participantes. Acredita que eventual indeferimento de participação por esse motivo não deva impedir que a proposta seja aceita em ciclos subsequentes.

ANBIMA considera não ser necessário estabelecer desde a largada um número máximo de participantes, e entende que eventual limitação deve ficar a cargo da Autarquia em função de sua capacidade de seleção, monitoramento e análise pelo Comitê de **Sandbox**, bem como da flexibilidade que deve estar associada a esses processos. A ANBIMA afirma que tal arranjo se alinha ao modelo pioneiro do Reino Unido, em que não há um número fixo de participantes para cada ciclo.

ABIPAG suscita preocupações com questões concorrenciais caso o número máximo de participantes em cada ciclo seja previamente estabelecido, e sugere que a análise seja realizada **a posteriori**, caso a caso. Na hipótese em que se conclua ser imprescindível limitar o número de participantes em razão da escassez de recursos para gestão do programa, a Associação sugere que seja priorizada a participação de proponentes independentes, não relacionados de qualquer forma a conglomerados financeiros estabelecidos. Argumenta que essa medida é desejável para que empreendedores possam desenvolver soluções que compitam efetivamente com entidades já instaladas no Brasil.

Cescon, Barrieu considera que não seria desejável que o número máximo de participantes seja definido apenas posteriormente, em decorrência do número e da complexidade das propostas recebidas. Sugere que todos os ciclos tenham número máximo predefinido de vagas, e que o total



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

de participantes possa ser aumentado pelo Comitê de **Sandbox** em face da qualidade ou quantidade de propostas recebidas, observadas as restrições orçamentárias e de pessoal da CVM.

O escritório entende que essa abordagem traria maior previsibilidade aos agentes de mercado quanto às chances de êxito das propostas, fator que considera indispensável para justificar, perante investidores, o dispêndio de recursos e de tempo para desenvolver um produto inovador e para mobilizar uma estrutura mínima exigida para pleitear a participação no **sandbox**.

A situação ideal seria receber 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, Barriou 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.

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

ABFintechs entende que não deveria haver possibilidade de a CVM restringir as atividades regulamentadas que compõem cada ciclo. Isso seria contrário ao objetivo de promover a inovação, pois obrigaria potenciais participantes a esperar que suas atividades façam parte de um novo ciclo para poder testar suas inovações.

B3 sugere que a Instrução preveja, ou que seja esclarecido ao mercado, como será feita a



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

divulgação de temas que são de interesse da CVM na abertura de determinado ciclo de recepção de propostas. Entende que a informação divulgada sobre ciclos temáticos no **sandbox** é relevante para indicar quais produtos ou negócios a CVM tem interesse em regulamentar ou desenvolver no Brasil, e que tal informação pode estimular que empresas de maior porte e experiência possam desenvolver internamente a iniciativa. Quando da eventual edição de nova regulamentação, essas empresas podem até já ter um produto ou negócio mais desenvolvido que os próprios participantes do **sandbox**, que talvez não possuam o mesmo porte ou capilaridade.

Balera propõe que o inciso II do § 1º do art. 3º seja integralmente suprimido em observação aos princípios da isonomia e livre iniciativa, visto que entende que o referido inciso impediria a participação de candidatos que desenvolvam atividades sem regulamentação específica.

Baptista Luz sugere que seja suprimida a possibilidade de a CVM restringir a participação no ciclo a uma ou mais atividades regulamentadas, pois prevê que alguns modelos de negócio podem exigir o desenvolvimento conjunto de mais de uma atividade regulamentada. O escritório reconhece as vantagens operacionais para a Autarquia decorrentes da limitação das atividades a serem testadas em um ciclo, mas considera que essa restrição poderia impedir o desenvolvimento de alguns produtos ou serviços inovadores.

Cescon, Barrieu sugere que não haja possibilidade de o Comitê restringir antecipadamente as atividades regulamentadas elegíveis em cada ciclo, pois a limitação de escopo poderia coibir a inovação. Propõe que a medida só seja utilizada caso a CVM institua a modalidade de **sandbox express**.

Caso a CVM identifique áreas prioritárias em que tenha interesse em fomentar a inovação, tais atividades regulamentadas constarão do comunicado ao mercado que dará início ao processo de admissão de novos participantes, bem como integrarão os critérios de seleção para priorização de propostas, nos termos do art. 11.

A CVM acredita que tais restrições não serão o **modus operandi** usual do mercado de valores mobiliários, mas se reserva do direito de, em eventual circunstância, estimular que modelos inovadores sejam testados na execução de uma atividade regulada específica que, suponha-se, ainda não tenha tido nenhuma inovação atrelada a ela.



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

Ademais, com o fim do conceito de ciclos, existe a possibilidade de a CVM iniciar processos de admissão sem aguardar o término das atividades de todos os participantes anteriormente selecionados para o **sandbox**, o que mitiga a preocupação levantada pelos participantes da audiência, uma vez que não se aguardará necessariamente o período de um ano para se iniciar um novo processo de admissão.

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

ANBIMA considera adequado o prazo de até um ano, prorrogável por igual período, para desenvolvimento das atividades no ambiente experimental.

ABCD sugere dividir a duração da participação no **sandbox** em duas etapas: (i) período de teste e (ii) período de efetivação. O período de teste teria duração máxima de seis meses e permitiria a saída antecipada do participante caso os resultados dos testes sejam alcançados antes do tempo previsto.

O período de efetivação seria o período em que o participante continuaria a desenvolver o modelo de negócio proposto enquanto a CVM desenvolvesse nova regulamentação específica. ABCD sugere também que a CVM considere ampliar o prazo do período de testes de seis meses para dois anos, visto que pode haver casos de produtos ou modelos de negócio mais complexos que demandem maior tempo de maturação. Nesse caso, o tempo total do ciclo básico do **sandbox** seria de dois anos e seis meses.

ABFintechs sugere que, dentro da duração de cada ciclo, seja concedido prazo para desenvolvimento de projeto que não esteja operacionalmente pronto no momento da concessão da autorização temporária. Argumenta que esse prazo é importante visto que algumas inovações apenas serão desenvolvidas se houver uma sinalização da viabilidade da autorização temporária, especialmente nos casos em que tal desenvolvimento seja custoso.

A Associação propõe que o prazo para desenvolvimento tenha duração máxima de três meses, assim como que a autorização temporária seja cancelada caso o participante não esteja



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

operacionalmente pronto para iniciar os testes ao final do período de desenvolvimento.

Bocater e Monteiro acreditam que há espaço para outras formas de fixação do prazo de duração e de prorrogação de um ciclo, a depender do modelo de negócio testado e dos diferentes graus de validação pretendidos.

C²Law sugere que o prazo dos ciclos seja de até dois anos, prorrogáveis por igual período. Sugere também, para facilitar o entendimento, que um único dispositivo condense o conteúdo do inciso III do **caput** e o comando do § 3º, assim tratando tanto do prazo máximo de duração do ciclo quanto de sua possibilidade de prorrogação.

CFA Society sugere que o prazo de testes possa ser prorrogado por até duas vezes, totalizando três anos de autorização temporária, no máximo. Julga ser necessário prever essa possibilidade porque o participante poderá se deparar com dificuldades e entraves burocráticos na constituição e regularização de sua pessoa jurídica. Acredita que o período de testes não deveria ser encurtado pela imprevisibilidade econômica, administrativa e regulamentar típicas do Brasil, quando comparado com mercados mais maduros em outras jurisdições.

CFA Society sugere que a Instrução estabeleça expressamente a forma de comunicação da efetiva aprovação do participante, e que determine o marco inicial do início da contagem do prazo do ciclo. Propõe que a norma preveja que será apresentado em destaque, no site da CVM, que a autorização temporária se inicia cinco dias úteis após a data da publicação do ato do Colegiado que aprovar os participantes.

DEEP-USP entende que deve haver um lapso temporal entre a aprovação do ciclo pela CVM e seu efetivo início. Sugere que o Comitê possa indicar que o início do ciclo se dará a partir de uma quantidade determinada de dias, semanas ou meses após a aprovação final.

DEEP-USP sugere que seja aprimorada a redação do § 3º, para esclarecer quais seriam os ritos aplicáveis à prorrogação do prazo de participação no ciclo do **sandbox**. Entende que a prorrogação deva ser expressamente solicitada pelo participante por meio de pedido fundamentado, em tempo hábil para que a CVM possa analisá-lo.



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

Pinheiro Neto entende que o prazo máximo para duração da autorização temporária deveria independe do prazo de duração que tenha sido adotado pela CVM para o ciclo em questão. Eventuais alterações na duração de um ciclo não deveriam alterar o prazo máximo de autorização concedida a cada participante. O escritório sugere que a redação do inciso III do art. 3º seja reformulada, para deixar claro que, via de regra, o prazo de participação será de um ano.

Quanto às possíveis prorrogações previstas no § 3º do art. 3º, Pinheiro Neto sugere que o dispositivo seja eliminado e que sejam admitidas duas renovações, totalizando, no máximo, três anos de duração da autorização temporária, em linha com a minuta de **sandbox** proposta pela SUSEP, em seu art. 4º.

A CVM não identificou objetivamente benefícios que justificassem a separação do prazo de participação em duas etapas. Um *período de testes* não seria necessário, visto que o encerramento antecipado da participação pode ser requerido a qualquer momento pelo participante, nos termos do inciso II do art. 16. E a proposta de um *período de efetivação* parece pressupor que a CVM sempre desenvolveria nova regulamentação específica para lidar com os modelos de negócio inovadores testados, o que não é necessariamente o caso. Portanto, as sugestões de ABCD não foram acatadas.

Quanto à sugestão de concessão de prazo para desenvolvimento de projeto que não esteja operacionalmente pronto no momento da obtenção da autorização temporária, a CVM esclarece que a redação utilizada ao longo da Minuta não exclui a possibilidade de que projetos pré-operacionais sejam objeto de propostas de participação, observado o critério de elegibilidade previsto no inciso VI do art. 5º. Em caso de necessidade de restrição do número de participantes admitidos, poderão ser privilegiadas as propostas que já estejam mais adiantadas para entrar em operação, nos termos do inciso II do parágrafo único do art. 11. Logo, a sugestão de ABFintechs não foi acatada.

A sugestão de C²Law foi parcialmente acatada. Os dispositivos que tratam do prazo máximo de participação e da hipótese de prorrogação de prazo foram unificados e constam do novo § 2º do art. 12.

A sugestão de CFA Society e Pinheiro Neto de possibilitar até duas prorrogações de prazo 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

participação não foi acatada. A CVM considera que os prazos propostos na Minuta são suficientes para a realização de testes e para a avaliação dos riscos do desenvolvimento da atividade regulamentada.

A Minuta também prevê que o participante do **sandbox** poderá solicitar registro definitivo junto à CVM, e se tal solicitação for feita dentro do prazo de participação no **sandbox**, a autorização temporária permanecerá válida durante a tramitação da análise do pedido de registro, conforme redação do § 4º do art. 16. Desse modo, na prática, o prazo total da autorização temporária pode vir a ser superior a dois anos.

As sugestões de CFA Society e DEEP-USP a respeito da divulgação dos aprovados e da data de início da participação foram parcialmente acatadas. A CVM esclarece que a divulgação dos aprovados será realizada por meio da Deliberação editada pela CVM, conforme previsto no § 1º do art. 12, bem como também constará da seção na página da CVM na rede mundial de computadores dedicada à divulgação de informações sobre o **sandbox**. Foi acrescentado novo inciso IV ao § 1ª do art. 12, para prever expressamente que a Deliberação deverá determinar a data de início do prazo de participação aplicável a cada participante.

A sugestão de DEEP-USP sobre o detalhamento do rito aplicável ao pedido de prorrogação de prazo foi considerada pertinente e está refletida na Instrução, novos parágrafos nos termos dos §§ 3º a 5º do art. 12.

A sugestão de Pinheiro Neto sobre a dissociação entre o prazo do ciclo de **sandbox** e o prazo de autorização temporária não foi acatada por ter se tornado imaterial em face das alterações nos dispositivos da Minuta que tratavam do ciclo de **sandbox**, conforme comentado no item 2.3.5.

2.5. Procedimentos complementares (art. 4º)

2.5.1. Atividades regulamentadas por mais de um Regulador (art. 4º, inciso I)

ABIPAG sugere que seja alterada a redação do **caput** do art. 4º, que trata dos procedimentos complementares a serem estabelecidos pelo Comitê de **Sandbox**. Na redação proposta, o Comitê



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

teria o dever, e não o poder, de estabelecer tais procedimentos complementares. A Associação alega que essa alteração se faz necessária para impor ao Comitê de **Sandbox** o dever de buscar estabelecer os procedimentos necessários para recepcionar modelos de negócio abrangentes cujas atividades perpassem e excedam a competência legal da CVM.

Balera sugere que seja incluído um novo dispositivo ao art. 4º prevendo que caberá à CVM a criação de um canal institucional para centralizar a comunicação entre os participantes e demais órgãos reguladores nacionais e internacionais, no contexto dos procedimentos complementares previstos nos incisos I a III do **caput** do art. 4º.

CFA Society incentiva que seja adotada uma porta de entrada única para o empreendedor, haja vista que determinados modelos de negócio poderão envolver atividades sob competência de mais de um regulador, e porque muitos candidatos não terão conhecimento sobre os perímetros regulatórios. A interação se daria entre os reguladores, que se comunicariam e analisariam conjuntamente a proposta de participação apresentada à CVM.

MD8 questiona como se dará, na prática, a coordenação com as demais autoridades regulatórias, incluídos nesse grupo as entidades de autorregulação e o fisco, uma vez que o Comitê de **Sandbox** será formado exclusivamente por servidores da CVM.

Conforme informado no edital de Audiência Pública, o art. 4º da Minuta prevê que o Comitê poderá estabelecer procedimentos complementares com a finalidade de buscar alinhamento entre reguladores nos casos de atividades que se situem dentro do perímetro regulatório de mais de um regulador. Os desafios relacionados à coordenação com os demais reguladores do mercado financeiro são diversos e podem envolver, por exemplo, diferenças entre cronogramas, critérios de elegibilidade e alcance do mandato legal.

Ainda que haja desafios para a atuação coordenada entre reguladores, em certa medida inéditos, o Comitê buscará, sempre que possível, criar mecanismos customizados para permitir que os proponentes possam apresentar, em um único ponto focal, propostas que demandem atuação coordenada entre os reguladores nacionais e internacionais, por mais que os detalhes práticos dessa coordenação ainda estejam em discussão entre os reguladores.



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

Para prover a base normativa necessária para o aproveitamento de propostas fora do prazo ordinário que sejam encaminhadas pelos canais disponibilizados por outros reguladores, foi acrescentado o § 3º ao art. 7º, prevendo a flexibilidade de prazo nesta hipótese.

2.5.2. Participação de pessoas jurídicas estrangeiras (art. 4º, inciso III – atual art. 5º, § único)

ANBIMA sugere que seja ajustada a redação do inciso III do art. 4º para evitar que, em caso de participação de pessoas jurídicas estrangeiras no **sandbox** regulatório, ocorra assimetria regulatória que os beneficie em relação aos participantes nacionais, notadamente em relação aos critérios de elegibilidade, aos limites operacionais e às salvaguardas pactuadas.

Conforme comentado a seguir neste mesmo item 2.5.2, em resposta à sugestão de Stocche Forbes, a participação de pessoas jurídicas estrangeiras deixou de ser um dos procedimentos complementares que poderão ser estabelecidos pelo Comitê de **Sandbox**, conforme originalmente previsto no inciso III do art. 4º da minuta.

A nova redação adotada prevê a possibilidade de participação de pessoas jurídicas estrangeiras diretamente no art. 5º, na forma de novo parágrafo único, desde que observados os mesmos critérios de elegibilidade aplicáveis às pessoas jurídicas sediadas no Brasil. Logo a sugestão foi parcialmente acatada.

Ressalta-se que condições diferenciadas eventualmente concedidas a pessoas jurídicas estrangeiras não terão por objetivo beneficiá-las em detrimento de participantes locais, e sim, uma vez preservados os limites e salvaguardas que se fizerem necessários, viabilizar a participação de determinado proponente.

Mais especificamente no tocante aos limites e salvaguardas, não há que se propor uniformização visto que serão estabelecidos de forma customizada para cada participante, em função das características do modelo de negócio inovador a ser testado, dos riscos identificados e dos mecanismos de mitigação propostos. Dessa forma, a sugestão de ajuste na redação do inciso III do art. 4º não foi acatada.



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

Stocche Forbes considera que a versão atual da Minuta restringe a participação de pessoas jurídicas estrangeiras à hipótese dos testes conjuntos realizados mediante parceria entre reguladores, como no caso do exemplo do **Global Financial Innovation Network** (“GFIN”).

Stocche Forbes sugere que a Minuta preveja expressamente a possibilidade de participação no **sandbox** de pessoa jurídica estrangeira que deseje testar modelo de negócio inovador por meio de operações conduzidas exclusivamente na jurisdição brasileira, sem que haja obrigatoriedade de estabelecer parceria com a autoridade reguladora da jurisdição estrangeira do país em que a pessoa jurídica estiver sediada.

A admissibilidade estaria sujeita ao cumprimento dos mesmos critérios de elegibilidade aplicáveis aos candidatos sediados no Brasil, e a proposta seria submetida ao mesmo processo de análise e seleção estabelecido para cada ciclo.

Stocche Forbes acredita que tal abordagem facilitaria a entrada no Brasil de modelos de negócio inovadores que já estejam mais consolidados em outros países, visto que haveria maior atratividade para participantes estrangeiros, que poderão trazer consigo o conhecimento sobre tecnologias inovadoras e eventualmente sobre o funcionamento de outros **sandboxes** dos quais tenham participado.

O escritório informa que, nos **sandboxes** do Reino Unido e de Hong Kong, a possibilidade de participação de pessoas jurídicas estrangeiras no **sandbox** nacional em igualdade de condições com os participantes nacionais, sem a imposição de restrições ou requisitos adicionais, não está expressamente prevista nas normas ou documentos que regulam os seus funcionamentos.

Entretanto, Stocche Forbes analisou o histórico de instituições que pleitearam participação e das que foram efetivamente aceitas⁴ no **sandbox** da FCA e identificou que a participação de estrangeiros não apenas é admitida, como de fato ocorre com certa frequência.

⁴ Stocche Forbes cita os seguintes exemplos de empresas que participaram do **sandbox** da FCA: (i) BITX LIMITED (Nova Zelândia); (ii) Otonomos (Singapura); (iii) nViso (Suíça); (iv) OKLink (Hong Kong); (v) Saffe (Alemanha); (vi) ZipZap (Canadá); (vii) Diro Labs (Índia); e (viii) Muinmos (Dinamarca).



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 CVM considerou a sugestão pertinente e excluiu o inciso III do art. 4º, tornando a possibilidade aventada pelo participante mais explícita conforme redação do parágrafo único do art. 5º. A nova redação deixa de exigir o estabelecimento parceria com as autoridades competentes das jurisdições em que o proponente estiver sediado.

De fato, a participação de estrangeiros em **sandboxes** de outras jurisdições é comum e a Autarquia considera salutar o teste de inovações no nosso mercado que, em tendo sucesso, poderão ser adotadas por todos os agentes de mercado. A CVM não vê motivos para atrasar a adoção de determinada tecnologia ou inovação simplesmente pelo fato de que o proponente seja uma entidade domiciliada no exterior.

Vale dizer, por fim, que o Comitê terá mais ferramentas para calibrar tal análise de conveniência e oportunidade no caso concreto, considerando o conteúdo de todas as propostas.

Beatriz Nami sugere, para maior clareza, que o dispositivo preveja expressamente a participação do regulador nacional competente nos casos em que pessoas jurídicas estrangeiras testem modelos de negócio inovadores no **sandbox** da CVM.

CFA Society sugere que deva ser exigida reciprocidade das jurisdições estrangeiras nas quais estiverem incorporadas as empresas que desejem realizar testes no **sandbox** da CVM. Recomenda a celebração de convênios internacionais a cada ciclo, prevendo, no mínimo, a troca de informações entre a CVM e o regulador estrangeiro, e a garantia de reciprocidade de tratamento entre os entes brasileiros e estrangeiros, tanto no que se refere à realização de testes, quanto aos critérios de aprovação das participações nos **sandboxes**.

DEEP-USP acredita que devam ser delimitados os termos em que se dariam as parcerias com pessoas jurídicas estrangeiras, no intuito de mitigar os riscos de evasão de divisas e de lavagem de dinheiro. Sugere que sejam celebrados acordos com as autoridades reguladoras competentes das jurisdições em que estiverem sediadas, mediante instrumentos que atendam às especificidades locais.

As sugestões não foram acatadas, uma vez que perderam o objeto em função da exclusão do



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

inciso III do art. 4º. Não é razoável esperar que todos reguladores de mercados de capitais sigam a mesma estratégia de adoção de **sandboxes** regulatórios, o que seria condição para que existisse um sistema de reciprocidades abrangente de forma a não restringir a participação, **a priori**, de algum proponente de uma jurisdição específica.

2.5.3. Parceria com entidades (art. 4º, novo inciso IV)

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.

A sugestão de inclusão do novo inciso ao art. 4º repetiria o comando já existente no art. 10, que prevê a possibilidade do Comitê de **Sandbox** firmar parcerias dessa natureza para a avaliação de propostas de participação. Dessa forma, a sugestão não foi acatada.

ANBIMA sugere que seja incluído novo inciso V ao art. 4º para reforçar a proteção do sigilo das propostas quando a avaliação das mesmas envolver terceiros externos à CVM, com o objetivo de preservar ideias e projetos originais e de assegurar questões concorrenciais.

A questão da preservação do sigilo das propostas foi considerada pertinente, tendo sido tratada por meio da inclusão de novo parágrafo único ao art. 10, que estabelece a prerrogativa do Comitê de **Sandbox** de interagir com partes interessadas externas à CVM na avaliação das propostas de participação.

Não foi acatada a sugestão de inclusão de tal previsão como um procedimento



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

complementar a ser estabelecido pelo Comitê, na forma de um novo inciso ao art. 4º, uma vez que a preservação do sigilo deverá ser ordinariamente observada por todos os entes que tenham acesso ao conteúdo das propostas.

2.6. Critérios de elegibilidade (art. 5º)

2.6.1. Comentários gerais

ABCB entende que a redação proposta no art. 5º da Minuta para os critérios de elegibilidade acaba por incentivar a participação de empresas pré-operacionais, visto que não são delineados critérios objetivos de segmentação por porte da empresa proponente, tais como o número de clientes ou o faturamento a serem alcançados durante a participação no **sandbox**. Acredita que a ausência desses critérios pode reduzir o interesse e a adesão de empresas mais maduras e com maior potencial efetivo de desenvolvimento do negócio, tornando o **sandbox** regulatório pouco eficaz.

Caso o número de proponentes em determinado processo de admissão seja maior que o número de vagas, há previsão expressa de que o estágio de desenvolvimento do negócio será considerado como critério de seleção, sendo priorizadas as atividades que já estejam prontas para entrar em operação, nos termos do inciso II do parágrafo único do art. 11. Assim, o comentário não foi acolhido.

No entanto, a redação do dispositivo mencionado foi complementada para deixar claro que o critério de seleção e priorização também será válido para empresas já em operação, e não apenas para as empresas ainda pré-operacionais.

ABIPAG entende que os critérios de elegibilidade devem se restringir ao mínimo necessário para garantir a segurança do mercado e dos investidores, de forma a não comprometer a inovação nem obstar a entrada de novos agentes no mercado.

A Associação cita como exemplo de critério de elegibilidade demasiadamente oneroso a exigência de que o proponente deva ter adotado políticas, procedimentos e controles que versem



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

sobre a produção e guarda de registros e informações, nos termos da alínea “b” do inciso VI do art. 5º. Sugere que tal política possa ser concebida e implementada durante a participação no **sandbox**, a depender do risco das atividades desenvolvidas pelo participante.

O exemplo citado pela ABIPAG se insere na visão declarada pela Associação de que as atividades inovadoras a serem testadas no **sandbox** provavelmente terão perfis de risco muito diferentes entre si. A imposição de critérios de elegibilidade padronizados tenderia, portanto, a criar situações indesejáveis em que certas atividades seriam demasiadamente oneradas e outras seriam submetidas a triagem insuficiente para fins de proteção do bom funcionamento do mercado e de proteção dos investidores.

ABIPAG sugere, então, que os critérios de elegibilidade sejam modulados em função dos riscos apresentados pelas diversas atividades sujeitas à competência regulatória da CVM, e que tal ajuste pode ser feito por meio da inclusão de um novo artigo que preveja expressamente que os critérios de elegibilidade serão analisados à luz dos riscos inerentes à atividade pretendida.

Os critérios de elegibilidade estabelecidos pelo art. 5º da Minuta compõem o conjunto mínimo necessário para o bom funcionamento do **sandbox** regulatório, e poderão ainda ser complementados a cada processo de admissão de participantes, caso a CVM julgue necessário e pertinente.

A modulação do ônus regulatório em função do risco das atividades não adviria, portanto, de maior permissividade nos critérios de elegibilidade, e sim por meio da customização das condições, limites e salvaguardas a serem estabelecidas em função da natureza da atividade do participante e dos riscos a ela inerentes.

Ademais, a CVM considera importante que os critérios de elegibilidade estejam prévia e claramente definidos, para consulta pública de toda a sociedade.

Foram realizadas modificações no conteúdo e na redação dos critérios de elegibilidade em decorrência das sugestões recebidas nos itens 2.6.2, 2.6.3 e 2.6.5 deste relatório. Especificamente em relação ao critério de elegibilidade que versa sobre políticas, procedimentos e controles,



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

apontado na manifestação de ABIPAG como exemplo de critério de elegibilidade demasiadamente oneroso, a nova redação do inciso V do art. 5º passa a exigir apenas que o proponente demonstre ter capacidade de estabelecer tais políticas, procedimentos e controles, e não que os tenha desenvolvido e implementado previamente à participação no **sandbox**. Dessa forma, a sugestão de que possam ser concebidas e implementadas durante a participação no **sandbox** restou parcialmente acatada.

No que se refere à sugestão de inclusão de novo dispositivo no art. 5º para prever expressamente que os critérios de elegibilidade serão analisados à luz dos riscos inerentes à atividade pretendida, a CVM considerou desnecessária em face da nova redação dos critérios de elegibilidade previstos nos incisos II (capacidade técnica e financeira) e V (políticas, procedimentos e controles internos), portanto a sugestão não foi acatada.

Cumprir enfatizar que todas as propostas de participação recebidas serão analisadas à luz dos riscos inerentes à atividade pretendida e das especificidades do modelo de negócio inovador a ser testado. A abordagem proposta pela CVM para lidar com a heterogeneidade de riscos suscitada na manifestação de ABIPAG não se esgota na avaliação do cumprimento dos critérios de elegibilidade, visto que também envolve a análise de todos os aspectos da proposta de participação e a pactuação de condições, limites e salvaguardas customizados para cada participante admitido. A CVM considera que esta abordagem será suficiente para lidar com o ponto suscitado por ABIPAG quanto às diferenças nos perfis de risco de cada atividade inovadora a ser testada no ambiente de **sandbox**.

2.6.2. Atividades conduzidas primariamente no mercado brasileiro (art. 5º, antigo inciso II)

Pinheiro Neto sugere que seja excluído o critério de elegibilidade constante do inciso II do art. 5º, pois entende que a competência da CVM para conceder autorização temporária para realização de uma atividade regulada se restringe às atividades desenvolvidas no âmbito do mercado de capitais brasileiro. Sendo assim, considera que o proponente do **sandbox** regulatório deverá necessariamente conduzir suas atividades dentro do Brasil para que esteja apto a se candidatar para o programa junto à CVM.

Adicionalmente, Pinheiro Neto considera que a imposição de que os negócios sejam



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

conduzidos primariamente dentro do mercado de valores mobiliários brasileiro traz restrição desnecessária para eventuais proponentes.

Nessa linha, uma empresa inovadora que atua primordialmente no exterior, mas que tem a intenção de ingressar no mercado de capitais brasileiro, não deveria estar excluída do rol de participantes elegíveis para **sandbox** regulatório da CVM. Informa que os **sandboxes** da FCA e da MAS não estabelecem critério de elegibilidade como este em análise, e que algumas **fintechs** brasileiras já foram até aceitas no programa de **sandbox** da FCA sem que suas operações se concentrassem naquela jurisdição.

A sugestão foi acatada e a condução das atividades primariamente no mercado brasileiro deixou de ser um critério mínimo de elegibilidade e passou a integrar os critérios de seleção e priorização previstos nos incisos do parágrafo único do art. 11.

2.6.3. Capacidade técnica e financeira (art. 5º, inciso III – atual inciso II)

ANBIMA demonstrou preocupações quanto à adequação dos critérios de elegibilidade propostos na Minuta por entender que tais requerimentos não devem configurar barreira de entrada à candidatura de empresa de menor porte ou com menor nível de maturidade.

Apontou que um dos casos em que isso se faz evidente é a exigência contida no inciso III do art. 5º, referente à demonstração de capacidade técnica e financeira suficientes para desenvolvimento da atividade pretendida, que poderia restringir a elegibilidade de empresas que ainda não tenham consolidado seus balanços financeiros. ANBIMA apoia a exigência de demonstração, pelo proponente, das referidas capacidades, mas acredita que tais requerimentos devem ser proporcionais à atividade desenvolvida e suficientes para a operação em ambiente regulatório experimental.

No que se refere à suficiência dos critérios de elegibilidade, ANBIMA propõe ajustes à redação do mesmo inciso III do art. 5º para que a demonstração de capacidade técnica e financeira seja exigida durante todo o ciclo de participação, incluindo os casos em que houver descontinuação ordenada da atividade.



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

Bitcapital solicita esclarecimentos sobre quais seriam os requisitos básicos para demonstrar capacidade técnica e financeira do proponente.

BNDES sugere transformar a capacidade financeira em um critério de priorização do art. 11, em lugar de ser um critério de elegibilidade do inciso III do art. 5º.

SBK Capital sugere que sejam definidos parâmetros objetivos e mensuráveis para aferir a capacidade técnica e financeira dos proponentes.

Siqueira Castro considera 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.

A demonstração da capacidade técnica e financeira não tem por objetivo dificultar ou impedir o acesso ao **sandbox** regulatório de empresas de menor porte econômico ou com menor nível de maturidade, e sim zelar pelo bom funcionamento do mercado de capitais e pela proteção de clientes, investidores e demais partes interessadas.

Os testes realizados pelas empresas envolverão operações reais, não apenas simulações ou ensaios com produtos e serviços; portanto, há que se buscar verificar a capacidade técnica e financeira do participante para assim se certificar de que o modelo de negócio inovador contará com respaldo financeiro adequado, e que será conduzido por agentes capacitados utilizando estruturas condizentes com a atividade pretendida.

Não se trata neste caso, portanto, da observação de parâmetros fixos e uniformes estabelecidos em Instrução, e sim de demonstração de capacidade proporcional à atividade desenvolvida e suficiente para a operação em ambiente regulatório experimental.

A sugestão de ANBIMA de complementação à redação do inciso III do art. 5º não foi



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

acatada visto que todos os critérios de elegibilidade devem ser continuamente observados ao longo da participação no **sandbox** regulatório. A constatação de que o participante deixou de observar algum critério de elegibilidade pode resultar em encerramento antecipado de sua participação no programa, nos termos da alínea “a” do inciso IV do art. 17.

Nessa mesma direção, não foi acatada a sugestão de BNDES de transformar a capacidade técnica e financeira em critério de seleção e priorização no art. 11, devendo permanecer como critério de elegibilidade para assim assegurar o regular funcionamento do mercado e a proteção a clientes, investidores e demais partes interessadas.

Balera propõe que o critério de elegibilidade de capacidade técnica e financeira seja ressaltado, no intuito de trazer maior clareza sobre os casos em que as dispensas de requisitos regulatórios solicitadas versem, por exemplo, sobre requisitos de capital mínimo ou de estrutura mínima de pessoal em decorrência do emprego de novas tecnologias.

A sugestão foi considerada desnecessária visto que o dispositivo não estabelece parâmetros fixos a serem observados para comprovar a capacidade técnica e financeira do proponente. O critério de elegibilidade previsto no inciso II do art. 5º poderá ser cumprido desde que reste demonstrada a capacidade técnica e financeira suficientes para desenvolver a atividade pretendida em ambiente regulatório flexível.

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.

BNDES recomenda que seja definido o escopo da expressão *atividade pretendida* no inciso III do art. 5º, pois a capacidade financeira exigida para conduzir a realização de testes em **sandbox** pode ser bem menor que a capacidade financeira exigida para a implementação final da solução no mercado. O banco antevê que algumas empresas, especialmente **startups**, podem ter dificuldade em demonstrar previamente a plena capacidade financeira já que podem ocorrer situações em que os aportes financeiros somente sejam recebidos após a entrada no **sandbox**.

A sugestão foi considerada procedente e gerou um acréscimo ao inciso II do art. 5º. O



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

escopo da expressão *atividade pretendida* remete à capacidade financeira para desenvolver o modelo de negócio inovador durante seu período de testes no ambiente regulatório flexível.

A capacidade financeira para operar fora do **sandbox** regulatório, ou mesmo ao longo da progressão do modelo dentro do programa, poderá ser objeto de avaliação pela CVM, se for o caso, na hipótese de pedido de registro definitivo, conforme previsto no § 2º do art. 16.

CFA Society sugere que a redação do critério de elegibilidade do inciso III do art. 5º seja complementada para esclarecer que a capacidade técnica não se resume a equipamentos, tecnologia empregada ou capacidade instalada, também englobando a capacidade técnica, a experiência e a familiaridade da equipe da entidade proponente (ou ao menos das pessoas que ocupem cargos gerenciais ou similares) com as questões afetas à regulação do mercado de capitais.

CFA Society reconhece que o conhecimento prévio da regulação do mercado não deveria ser fator impeditivo ou inibidor da participação no **sandbox**, mas considera que essa medida talvez seja necessária, ao menos nos primeiros ciclos, em face do estágio ainda inicial em que se encontraria a cultura do empreendedorismo no Brasil. CFA Society acredita que tal medida poderia fornecer para a CVM uma valiosa ferramenta de análise prévia sobre a efetiva compreensão do proponente acerca do ambiente de atuação pleiteado e de sua real capacidade para nele efetuar seus testes.

Conforme consta do novo parágrafo único do art. 1º, um dos benefícios esperados pelos participantes do **sandbox** regulatório é a orientação oferecida pelos reguladores a respeito dos limites de atuação e das normas legais e regulamentares aplicáveis no decorrer de suas atividades.

Dessa forma, o **sandbox** possibilitará que os modelos de negócios inovadores sejam desenvolvidos sob monitoramento dos reguladores, possibilitando o fornecimento de orientações a respeito do arcabouço regulatório vigente e do perímetro regulatório de cada regulador. Tal aconselhamento constitui fonte valiosa de segurança jurídica e de redução de custos no desenvolvimento de modelos de negócio inovadores.

A familiaridade da equipe da entidade proponente com as questões afetas à regulação do mercado de capitais será parcialmente evidenciada na proposta formal de participação, que deverá



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

conter o pedido de dispensas de requisitos regulatórios pretendidas e dos motivos pelos quais, na visão do proponente, são consideradas necessárias para o desenvolvimento do modelo de negócio inovador, nos termos do inciso II do art. 6º.

Caso a CVM transformasse o conhecimento prévio da regulação do mercado de capitais em um critério de elegibilidade, o benefício potencial da orientação aos empreendedores poderia ser desnecessariamente restringido, e a medida poderia resultar em limitação injustificada do acesso de participantes ao **sandbox** regulatório, de modo que a sugestão de CFA Society não foi acatada. Nada impede, frise-se, que o Comitê venha a considerar a excelência das equipes como um elemento a ser apreciado quando da avaliação dos modelos de negócios.

2.6.4. Contratação com instituições financeiras oficiais (art. 5º, inciso V, “a” – atual inciso IV, “a”)

ANBIMA solicita esclarecimento sobre o conteúdo da expressão *instituições financeiras oficiais*, utilizada na alínea “a” do inciso V do art. 5º, em especial se seriam aquelas referidas no art. 164 da Constituição Federal. Sugere que a CVM considere a pertinência de incluir definição da referida expressão no art. 2º.

Balera alerta que a definição de *instituições financeiras oficiais* é objeto de controvérsia, e informa que há jurisprudência nos estados do Rio Grande do Sul e do Espírito Santo considerando como oficiais apenas as instituições financeiras sobre controle direto ou indireto de entes da Federação. Sugere que o vocábulo *oficiais* seja suprimido para evitar dubiedade de interpretação, pois entende que a intenção da CVM seria limitar a contratação com instituições financeiras devidamente autorizadas a funcionar pelo Banco Central do Brasil.

SBK Capital solicita que seja esclarecido quem seria o responsável pela proibição citada neste dispositivo, a saber, o Poder Público ou as instituições financeiras oficiais. Entende que o ideal é que o dispositivo se refira a proibições exaradas pelo Poder Público.

A terminologia “instituições financeiras oficiais” foi inserida pela Lei nº 13.506/17 ao dispor sobre penalidade adicional passível de ser estabelecida pela CVM nos processos administrativos sancionadores que tramitam pela Autarquia. A mesma terminologia também foi incorporada na



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 607 em seu art. 69.

A CVM entende que não há qualquer controvérsia na utilização do dispositivo, no contexto da norma proposta, pois ele remete às penalidades impostas pela CVM ou outros órgãos do Poder Público decorrentes de lei e abrange, naturalmente, as instituições financeiras que sejam controladas pela União e demais entes federativos.

2.6.5. Políticas, procedimentos e controles internos (art. 5º, inciso VI)

ANBIMA considera que a exigência da adoção de políticas, procedimentos e controles internos relativos a ataques cibernéticos, acessos lógicos e proteção de dados e informações pode ser extremamente custosa para o proponente, se comparado aos benefícios que tais exigências trariam para o regulador. Sugere nova redação para o inciso VI do art. 5º em que a ênfase recai sobre a demonstração da capacidade do proponente de estabelecer controles para lidar com as questões elencadas, sem exigir que tenham sido adotadas políticas, procedimentos e controles internos para esses fins.

Balera sugere que sejam acrescentadas duas novas alíneas ao dispositivo para prever a obrigatoriedade de adoção de políticas, procedimentos e controles internos sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo, e sobre a proteção de dados pessoais. Entende que tais aspectos são fundamentais para garantir a implementação de regras de governança corporativa essenciais ao bom funcionamento do mercado de capitais, que se alinham às práticas já adotadas pela CVM e por órgãos internacionais no trato com inovações tecnológicas no setor financeiro.

Bitcapital e C²Law sugerem que seja incluída nova alínea ao inciso VI do art. 5º, prevendo a obrigatoriedade de adoção de políticas, procedimentos e controles internos sobre a prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo. C²Law propõe, adicionalmente, que os referidos procedimentos devam versar sobre as medidas adotadas para mitigar ou gerenciar tais riscos.

C²Law sugere que seja ampliado o conteúdo mínimo das políticas, procedimentos e



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

controles internos elencado no inciso VI do art. 5º, para que inclua: i) proteção contra danos causados a clientes, com contratação de seguro de responsabilidade civil; e ii) asseguarção de que o participante tenha capacidade de encerrar suas atividades, caso exigido pela CVM, sem afetar ou prejudicar os clientes.

SEPRAC sugere que a CVM avalie a conveniência de definir, já na Minuta, os protocolos mínimos a serem seguidos pelos candidatos para que haja conformidade com os padrões de segurança cibernética e de proteção de dados exigidos pelas alíneas do inciso VI do art. 5º. Considera que a redação proposta na Minuta estabelece critérios demasiadamente vagos para tais padrões.

As sugestões foram parcialmente acatadas. Não será exigido que o proponente já tenha criado e implementado todas as políticas, procedimentos e controles mínimos elencados nas alíneas do inciso V do art. 5º no momento da apresentação da proposta, e sim que demonstre a capacidade de estabelecer mecanismos que enderecem adequadamente os temas ali arrolados, **pari passu** à evolução de seu modelo de negócio.

No rol mínimo de mecanismos que devem ser estabelecidos pelo proponente também foi incluído novo inciso, dispondo acerca da prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo.

Não foi considerado conveniente definir desde já os protocolos mínimos de segurança cibernética e de proteção de dados a serem observados, dado que poderá existir bastante diversidade no perfil e nos riscos representados por cada participante. Caso a experiência prática do **sandbox** indique que alguns parâmetros devam ser fixados, isso poderá ser feito por meio do comunicado ao mercado que lançar os processos subsequentes de admissão de participantes.

2.6.6. Sugestões de novos critérios de elegibilidade (art. 5º, novos incisos)

CFA Society sugere que sejam incluídos os seguintes critérios de elegibilidade: (i) identificação do benefício esperado para o mercado e para os clientes, investidores ou partes interessadas; e (ii) demonstração da efetiva necessidade de realizar testes em ambiente de **sandbox**. CFA Society argumenta que tais informações seriam valiosas para a CVM poder aferir o grau 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

compreensão do proponente sobre o ambiente regulamentado no qual pretende atuar, bem como da aplicabilidade e pertinência do modelo de negócio proposto, produzindo efeitos positivos para a CVM sobre a agilidade da análise e a eficiência do monitoramento dos participantes aprovados.

Adicionalmente, CFA Society sugere que haja um critério de elegibilidade relacionado ao estágio de desenvolvimento operacional do modelo de negócio a ser testado. Acredita que é necessário haver ao menos um protótipo pronto, ou que o modelo de negócio já esteja em vias de ser testado, pois entende que não caberia à CVM atuar como incubadora ou avaliadora de projetos que ainda nem tenham saído do papel. Postula que um filtro dessa natureza auxiliaria a CVM a alocar seus recursos com maior eficiência, tanto na análise das propostas quando na fiscalização dos novos modelos.

A identificação dos benefícios esperados e a indicação da necessidade de obtenção de dispensas de requisitos regulatórios já figuram como elementos necessários da proposta de participação no **sandbox** regulatório, conforme elencados nos incisos do art. 6º, de modo que não foi acatada a sugestão de CFA Society de inclusão desses aspectos como critérios de elegibilidade.

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.

O novo dispositivo cita apenas dois exemplos de formas de validação preliminar de modelos de negócio inovadores, visto que pode haver diversas formas de demonstrar os esforços de validação. Para fins ilustrativos, *prova de conceito* (“PoC”) seria uma demonstração prática ou teórica de um produto, serviço, processo ou conceito, que tem por finalidade explorar a viabilidade de uma ideia e seu potencial de desenvolvimento, auxiliando a antever obstáculos técnicos, regulatórios ou logísticos.

Já um *protótipo* seria uma versão simplificada de um produto, serviço, processo ou conceito, que tem por finalidade permitir que uma ideia ou uma PoC possa ser parcialmente testada



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

quanto aos objetivos de aprendizado desejados, tais como a usabilidade, a funcionalidade ou o **design**.

Ainda que tenha sido incluído o novo critério de elegibilidade, não foi alterado o critério de seleção e priorização relativo ao estágio de desenvolvimento do negócio.

As atividades que já se encontrem em operação ou prontas para entrar em fase operacional terão vantagens na seleção caso não seja possível recepcionar todos os proponentes em um mesmo processo de admissão, nos termos do inciso II do parágrafo único do art. 11.

2.7. Apresentação de propostas (art. 6º)

2.7.1. Comentários gerais

ABIPAG sugere que seja criada uma espécie de rito sumário em que as propostas de participação não precisem necessariamente conter todas as informações arroladas nos incisos I a VI do art. 6º, e que sejam analisadas pela CVM em prazo reduzido.

A Associação entende que tal rito sumário seja necessário visto que o volume de informações solicitado pode desestimular a participação de entrantes ou de empresas com porte reduzido, e acredita que o impacto econômico que tais participantes poderiam ter sobre o mercado seria muito menor que o de um agente estabelecido de maior porte. Considera que informações adicionais poderiam ser solicitadas pela CVM sempre que necessário, e não precisariam necessariamente constar da proposta de participação.

ABIPAG sugere também que a elegibilidade ao rito sumário seja atrelada, por exemplo, a valores máximos de participação de mercado ou a valores máximos transacionados, ou esteja condicionada à inexistência de verticalização.

Baptista Luz pontua que o mercado de tecnologia conta com alta diversidade no porte das empresas, englobando desde **startups** em fase nascente até instituições integrantes de grandes grupos econômicos. Para que o programa de **sandbox** seja inclusivo em relação a essa diversidade,



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

entende ser muito importante que as exigências e as informações mínimas requeridas na proposta formal de participação não sejam excessivas, pois poderiam configurar barreira aos potenciais participantes que ainda estejam em estágio inicial de desenvolvimento.

Assim, o escritório postula que se os requisitos do programa onerarem demais os candidatos, os grandes grupos ou empresas maiores restariam favorecidos, restringindo o potencial inovador e transformador de um **sandbox** que fosse igualmente acessível por organizações de todos os portes econômicos e estágios de desenvolvimento.

A CVM considera que as informações mínimas exigidas pelos incisos do art. 6º não são desproporcionais ou exageradas, não devendo, portanto, representar barreiras de entrada intransponíveis para empresas iniciantes e de menor porte econômico.

A criação de um rito sumário para aprovação de propostas não foi considerada conveniente e oportuna para este momento inicial do **sandbox** regulatório, no qual também o regulador está no início de sua curva de aprendizado com relação ao **sandbox**, de sorte que a sugestão de ABIPAG por ora não foi acatada.

B3 sugere que a CVM esclareça como se dará a interação entre proponentes e participantes com os membros do Comitê de **Sandbox**, visto que essas trocas podem ser de grande importância para empresas iniciantes e emergentes que precisem entender a dinâmica da regulamentação do mercado de capitais.

Em relação às interações prévias ao recebimento de propostas, cabe esclarecer que a CVM já possui o Núcleo de Inovação em Tecnologias Financeiras (“**Fintech Hub**”), instaurado pela Portaria PTE nº 105/2016⁵, que estabelece um canal de interação entre a CVM e os empreendedores. Ademais, ressalte-se que os servidores da CVM, inclusive os membros do Comitê de **Sandbox**, podem se reunir com particulares por meio de audiências a particulares, que podem ser requisitadas pela internet, mediante confirmação de disponibilidade de agenda dos servidores.

A expectativa é no sentido de que a interação entre o Comitê de **Sandbox** e os participantes

⁵ <http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/deciso/es/anexos/2016/20160607/PORTARIA-105.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

ocorra em base contínua e rotineira, sujeita à determinada governança pré-acordada entre as partes. Poderá se dar, por exemplo, por meio de interações presenciais ou remotas, por voz, por escrito ou por vídeo, podendo ocorrer de forma periódica e também sob demanda, sem que nesse momento se identifique mérito em disciplinar em ato normativo tais questões operacionais.

Vieira Rezende sugere que seja estabelecido prazo para complementação ou retificação das informações apresentadas na proposta de participação, com vistas a permitir que o proponente corrija vícios sanáveis. Considera que essa previsão é de especial importância caso a CVM siga com o plano de manter a modalidade de funcionamento do **sandbox** exclusivamente em ciclos, de modo que o proponente não perca a oportunidade de participar de determinado ciclo por conta de deficiências corrigíveis nas propostas.

A nova redação do § 1º do art. 7º da norma estabelece que o Comitê de **Sandbox** realizará uma avaliação preliminar das propostas recebidas e poderá solicitar informações adicionais ou esclarecimentos para sanar eventuais vícios identificados preliminarmente e para embasar a avaliação das propostas recebidas e seu eventual encaminhamento para **sandboxes** de outros reguladores.

Considerando que a nova redação já contempla a questão suscitada na manifestação de Vieira Rezende, não foi acatada a sugestão de que seja estabelecido prazo para complementação ou retificação de informações.

2.7.2. Descrição da atividade desenvolvida (art. 6º, inciso I)

C²Law sugere que a alínea “b” do inciso I do art. 6º exija a descrição não apenas dos benefícios esperados pelo modelo de negócio inovador, mas também dos possíveis riscos incorridos e das medidas indenizatórias em caso de dano. O escritório também sugere que o comando da alínea “c” exija dos participantes que submetam trimestralmente ao regulador as medidas de desempenho aferidas.

A descrição dos riscos e das medidas reparadoras já é exigida por força do inciso IV e do § 1º do art. 6º, respectivamente. A sugestão não foi acatada por não ter sido considerado necessário elencar tais exigências novamente na alínea “b” do inciso I.



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 sugestão de fixar a periodicidade trimestral para que o participante reporte as medidas de desempenho aferidas não foi acatada, posto que se optou por preservar a flexibilidade de modular tal periodicidade em função das características de cada modelo de negócio inovador testado e que tal definição deve se dar na fase do monitoramento e não na análise das propostas.

2.7.3. Dispensas de requisitos regulatórios (art. 6º, inciso II)

ANBIMA sugere alteração na redação do inciso II do art. 6º de forma a não restringir o alcance das dispensas passíveis de serem concedidas pela Autarquia. ANBIMA entende que os pedidos de dispensas poderão abarcar outras áreas para além daquelas estritamente regulatórias, tais como requisitos de supervisão e eventuais mudanças na legislação, em caso de autorização prevista no texto da Lei da Liberdade Econômica.

Requisitos de supervisão estabelecidos em normas da CVM também configuram requisitos regulatórios, portanto poderiam, em tese, ser objeto de pedido de dispensa no **sandbox** regulatório. A sugestão de alteração na redação do inciso II do art. 6º não foi acatada, pois é pressuposto do **sandbox** regulatório que a Autarquia somente poderá conceder dispensas de requisitos de sua competência.

Ademais, é possível a indicação de dispensas de requisitos regulatórios de competência de outros reguladores, nos casos em que envolver a análise conjunta e necessidade de autorização por parte de outro órgão regulador.

ABIPAG sugere que o ônus da indicação das dispensas de requisitos regulatórios pretendidas não recaia sobre o proponente, dada sua potencial insuficiência de conhecimento a respeito dos limites de atuação e das normas legais e regulamentares aplicáveis às atividades que pretende desenvolver. Ademais, a Associação estima que haja muitas dúvidas acerca das intersecções entre as novas tecnologias utilizadas nos modelos de negócio inovadores e o perímetro regulatório da CVM.

Em virtude disso, ABIPAG propõe que o inciso II do art. 6º seja suprimido da versão final da Instrução, e que a indicação das dispensas regulatórias seja feita pela CVM em análise



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

preliminar. Caso a sugestão não seja acatada, a Associação sugere que as informações prestadas acerca de dispensas pretendidas sejam consideradas como apenas indicativas, de modo que o proponente possa receber as demais dispensas eventualmente necessárias para desenvolvimento de atividades regulamentadas pela CVM.

A redação proposta na Minuta para o inciso II do art. 6º buscou dar tratamento a preocupação manifestada por ABIPAG acerca da insuficiência de conhecimento dos proponentes sobre o perímetro regulatório e as regras aplicáveis a cada atividade regulamentada. O dispositivo registra expressamente que a proposta deverá conter as dispensas de requisitos regulatórios que, *na visão do proponente*, são necessárias para o desenvolvimento da atividade pleiteada.

Em momento subsequente, o Comitê de **Sandbox** realizará avaliação preliminar das propostas e poderá solicitar informações ou esclarecimentos adicionais para embasar a avaliação das propostas recebidas, nos termos do § 1º do art. 7º, de modo que as dispensas que não tenham sido indicadas pelo proponente possam ser acrescentadas.

Balera sugere que, além de dispensas de requisitos regulatórios, o inciso II do art. 6º preveja que o proponente possa solicitar emissão de “carta de abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras”.

Tal proposta decorre da visão de Balera de que as atividades inovadoras poderão se situar no limiar da competência regulatória da CVM, ou não se conformar à regulamentação vigente sobre as atividades atualmente desenvolvidas no mercado de valores mobiliários. Por esses motivos entende que a emissão da referida carta é elemento necessário para fornecer segurança jurídica e incentivar a participação de candidatos que se encontrem na condição descrita.

Candidatos que não tenham clareza sobre o perímetro regulatório da CVM ou cujas atividades se situem “no limiar da competência” da Autarquia obterão a desejada segurança jurídica por meio da concessão de autorização para desenvolver a atividade regulamentada, mitigando, portanto, o risco de sofrerem atuação sancionadora por atuação irregular no mercado de valores mobiliários.

No que se refere à incompatibilidade entre a regulamentação vigente e as atividades



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

empresariais do candidato, a modulação do ônus regulatório se dará por meio da concessão das dispensas de requisitos regulatórios, o que, nos termos e limites previsto na norma, afastará a atuação sancionadora da CVM sobre o cumprimento de requisitos que seriam ordinariamente aplicáveis a todos que desenvolvam a mesma atividade regulamentada.

Para aqueles casos nos quais o participante extrapole a atividade regulamentada para a qual detém autorização, ou deixe de observar requisitos regulatórios para quais não tenha recebido dispensa, a possibilidade de atuação sancionadora da CVM está mantida. Dessa forma, não foi acatada a sugestão de emissão de carta de abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras ou de quaisquer mecanismos similares que afastem a possibilidade de atuação sancionadora da CVM.

DEEP-USP sugere que seja exigido do participante não apenas as dispensas pretendidas, mas também a motivação para a utilização de ambiente de **sandbox** regulatório.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da Instrução.

2.7.4. Condições, limites e salvaguardas (art. 6º, inciso III)

ANBIMA recomenda que seja enfatizado o caráter exemplificativo, e não taxativo, das condições, limites e salvaguardas que devem ser sugeridas pelos proponentes, para evitar o risco serem interpretados como um rol de requerimentos mínimos.

ANBIMA acredita que tal interpretação incorreta poderia inibir a participação de determinados agentes ou incentivar a apresentação de propostas contendo informações superficiais. Adicionalmente, ANBIMA sugere que seja incluído novo dispositivo, facultando à CVM estabelecer exemplos adicionais e complementares de condições, limites e salvaguardas a cada ciclo do **sandbox** regulatório, de modo a fornecer mais orientações aos proponentes.

Alternativamente, ANBIMA sugere lidar com os riscos supra por meio da exclusão de todos exemplos constantes das alíneas do inciso III do art. 6º, bem como propõe que os exemplos de condições, limites e salvaguardas passem a constar apenas dos procedimentos estabelecidos para cada ciclo.



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

ABCD sugere ajuste na redação da alínea “a” do inciso III do art. 6º, que versa sobre a limitação quanto ao número de clientes como possível salvaguarda a ser proposta. O ajuste proposto teria a finalidade de evidenciar que tal salvaguarda pode não fazer sentido para todos os modelos de negócio, o que pode representar desafio operacional de difícil superação.

ABCD sugere que seja alterado o exemplo de salvaguarda elencado na alínea “f” do inciso III do art. 6º, que trata dos testes de penetração e de estresse em sistemas críticos. A Associação entende que a apresentação de testes de penetração resultaria em exposição pública de eventual vulnerabilidade do proponente, logo propõe redação alternativa centrada na observância de procedimentos e controles adotados para reduzir a vulnerabilidade a incidentes.

ABFintechs sugere que seja acrescentado um exemplo à lista de salvaguardas do inciso III do art. 6º, a saber: valor máximo por cliente. Com isso seria possível mensurar o interesse do mercado por determinado produto sem expor os clientes a riscos excessivos.

DEEP-USP tece ponderações sobre a alínea “c” do inciso III do art. 6º, que trata do estabelecimento de mecanismos para responder a reclamações de clientes e investidores. Acredita que tais mecanismos devem ser passíveis de controle e acompanhamento, e que a CVM deva ser informada sobre o índice de resolução de demandas e sobre a efetividade de tais canais de comunicação. Sugere que seja estabelecido prazo máximo para apresentação de respostas aos clientes, assim como que seja criado um canal de denúncias na CVM para receber relatos de irregularidades ou deficiências.

SEPRAC acredita que os proponentes tenderão a não ser muito rigorosos nas propostas de salvaguardas destinadas a mitigar os riscos do negócio, por receio de inviabilizar suas operações. SEPRAC apoia a abordagem proposta na Minuta de que os limites e salvaguardas sejam customizados para cada modelo de negócio inovador, mas sugere que a CVM mantenha a perspectiva de que pode haver um viés nas propostas, ou seja, uma tendência a sugerir limites e salvaguardas pouco restritivos. Raciocínio semelhante se aplicaria, na opinião de SEPRAC, à avaliação de riscos exigida por força do inciso IV do art. 6º, em que os riscos elencados pelo proponente seriam subestimados ou suavizados.



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

SEPRAC aponta que há risco de questionamentos, ou até de judicialização, por parte de empresas que considerem que os limites e salvaguardas aplicados a si são desproporcionais aos aplicados a outros modelos de negócio semelhantes. SEPRAC reconhece que o aprendizado da CVM sobre tal modulação se dará, em grande medida, durante o processo, mas que a Autarquia deve se preparar para potenciais questionamentos de modo a evitar judicialização severa que inviabilize a iniciativa do **sandbox**.

O rol de condições, limites e salvaguardas que consta das alíneas do inciso III do art. 6º é meramente exemplificativo, destinado a orientar os proponentes, não tendo por objetivo definir o conteúdo mínimo de condições, limites e salvaguardas que deverão ser sugeridos por todos os candidatos. Cada modelo de negócio inovador terá peculiaridades e poderá apresentar riscos distintos a serem mitigados, o que implica na importância de que possam ser sugeridas medidas elaboradas para cada caso concreto.

Ressalta-se que a proposta de participação conterà apenas sugestões de condições, limites e salvaguardas: o Comitê de **Sandbox** analisará as sugestões e poderá ajustar ou alterar tais condições, limites e salvaguardas em seu relatório de análise. O Colegiado, por sua vez, também poderá aprovar integralmente ou mediante ajustes nesses parâmetros, caso entenda que os riscos não tenham sido adequadamente dimensionados ou suficientemente mitigados pelas sugestões do candidato ou recomendações do Comitê.

Diante do acima exposto, a redação do dispositivo foi ajustada para reforçar o caráter exemplificativo do rol de condições, limites e salvaguardas, mas as sugestões de complementação ou exclusão dos exemplos não foram acatadas, por não terem sido consideradas necessárias.

A CVM considerou o comentário de ABCD quanto aos testes de penetração procedente e retirou a alínea “f”, por considerar que tal preocupação já está adequadamente tratada no artigo que trata dos critérios de elegibilidade (art. 5º, V, “a”) e na análise de risco que acompanha a proposta (art. 6, IV, “a”).

No que tange à sugestão de criação de um canal de denúncias para receber relatos de irregularidades ou deficiências, conforme formulada por DEEP-USP, registre-se que a CVM



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

mantém permanentemente disponível um serviço de atendimento a investidores, agentes de mercado e cidadãos em geral, que pode ser acessado por canais presenciais, telefônicos e eletrônicos. Maiores detalhes podem ser encontrados na [página eletrônica da Autarquia](#)⁶.

2.7.5. Análise de riscos (art. 6º, inciso IV)

Balera sugere que o inciso IV do art. 6º preveja expressamente os riscos relacionados à privacidade de dados, à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo, para garantir que os proponentes identifiquem tais riscos relevantes na aplicação de novas tecnologias no setor financeiro.

DEEP-USP considera necessário que seja incluída neste dispositivo menção expressa aos riscos relativos à proteção de dados pessoais e demais riscos financeiros.

As sugestões foram parcialmente acatadas e estão refletidas na versão final da Instrução.

2.7.6. Plano de contingência (art. 6º, inciso VI)

ABIPAG sugere que seja excluída a necessidade de apresentação de um plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada no momento da proposta de participação, conforme exigido pelo inciso VI do art. 6º, pois acredita que tal exigência poderia afastar potenciais candidatos.

A Associação sugere que seja acrescentado um parágrafo ao art. 6º, prevendo a possibilidade de apresentação do plano de contingência durante a participação da empresa no **sandbox** regulatório, possibilidade essa condicionada à autorização prévia do Comitê de **Sandbox**, e apreciada à luz dos riscos da atividade pretendida.

O plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade é um elemento fundamental da atuação em mercado regulamentado mediante autorizações temporárias. As operações realizadas pelas empresas serão reais, não apenas testes ou ensaios, de modo que é

⁶ www.cvm.gov.br > Central de Sistemas > Atendimento



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

preciso saber com antecedência qual será o encaminhamento dado a clientes, investidores e demais partes interessadas caso a atividade seja descontinuada por qualquer motivo. Dessa maneira, a sugestão de ABIPAG não foi acatada.

2.7.7. Medidas reparadoras em caso de dano (art. 6º, parágrafo único – atual § 1º)

Baptista Luz entende que o dispositivo não deixa claro se a contratação de seguros é um elemento obrigatório ou facultativo no plano de mitigação de riscos dos proponentes. Caso seja obrigatório, Baptista Luz considera que oneraria excessivamente as iniciativas dos candidatos. Sugere que seja excluída da Minuta a menção aos seguros, para evitar tanto a dubiedade quanto a possível barreira de entrada representada por tal despesa financeira.

Bitcapital sugere que sejam especificados quais os seguros obrigatórios para fins de participação no **sandbox**.

A contratação de seguros ou adoção de outros mitigadores não será obrigatória, até mesmo porque os prêmios associados aos seguros eventualmente poderiam inviabilizar financeiramente o modelo de negócios inovador. No entanto, é razoável esperar que a contratação de seguros ou a previsão de medidas reparadoras de natureza similar tenderá a tornar as propostas de participação mais robustas.

2.7.8. Sugestões adicionais ao art. 6º

ANBIMA sugere que seja incluído novo inciso ao art. 6º, estabelecendo o dever dos proponentes de demonstrar, em sua proposta, que têm controles implementados e verificáveis para cumprir as condições, limites e salvaguardas sugeridos à CVM.

Embora reconheça mérito na ideia, a exigência sugerida pode ser demasiadamente onerosa para **startups** ou empresas de menor porte econômico. Todavia, a manifestação levou à inclusão de novo inciso VI ao § 2º do art. 13, destinado a prever expressamente o dever do participante de demonstrar em bases periódicas a observância das condições, limites e salvaguardas estabelecidos.

Dessa forma, a CVM entende que o propósito subjacente à manifestação da ANBIMA estará



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

atendido, sem que exista necessidade de imposição de exigências potencialmente desproporcionais.

ABFintechs sugere que, dentre as informações exigidas pelo art. 6º sobre a atividade a ser desenvolvida, o participante possa indicar quais deveriam ser tratadas como confidenciais pelo Comitê de **Sandbox**. Dessa forma, o participante poderia incluir informações relevantes para o entendimento da inovação por parte do regulador sem expor dados sensíveis cuja divulgação possa representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos.

ABCD entende que medidas devem ser adotadas para preservar o segredo comercial dos projetos apresentados pelos proponentes, e para tanto sugere que as premissas da Lei Complementar nº 105/01 sejam tomadas como base para disciplinar o sigilo no **sandbox**.

ABIPAG sugere que seja incluído novo dispositivo ao art. 6º, para tratar dos pedidos de confidencialidade que venham a ser realizados por proponentes. A Associação entende que o modo adequado de tratar a questão seria permitir que trechos sensíveis das propostas sejam apresentados como confidenciais e de acesso restrito, disponíveis apenas para o proponente e para a CVM. Informa que procedimento semelhante é adotado por autoridades como a ANATEL e o CADE em seus Regimentos Internos, e propõe redação para o novo dispositivo.

Balera também suscita a questão da proteção do sigilo das informações a serem apresentadas na proposta e seu potencial desincentivo à participação de candidatos, mas propõe uma abordagem distinta: sugere que haja possibilidade de dispensa, mediante solicitação motivada, de apresentação de qualquer das informações exigidas por força do art. 6º.

Baptista Luz sugere que o sigilo das informações fornecidas em atendimento às alíneas “a”, “b” e “c” do inciso I do art. 6º deve estar previsto na Instrução, independentemente de solicitação do proponente. O escritório afirma que a possibilidade de exposição pública de tais informações sensíveis provavelmente desmotivaria inúmeros candidatos potenciais.

Cescon, Barrieu sugere que sejam incluídos novos parágrafos ao art. 6º, para conceder ao proponente o direito de resguardar informações sensíveis e sigilosas sobre seu negócio. Indica que o instrumento adequado para tanto seria o pedido de confidencialidade, uma vez que o mesmo é



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

amplamente utilizado por agentes regulados em relação (i) à divulgação de fatos relevantes por companhias abertas; (ii) à manutenção de sigilo de pedidos de registro de OPA; (iii) ao fornecimento de documentos e informações sensíveis no âmbito de registro de ofertas públicas de distribuição; e (iv) ao registro e supervisão de companhias abertas.

CFA Society propõe que o artigo 6º preveja salvaguardas de confidencialidade necessárias para preservar os aspectos concorrenciais, e que o dever de sigilo seja obrigatório por parte dos analistas das propostas e dos integrantes do Comitê de **Sandbox**.

Pinheiro Neto sugere que seja incluído um novo artigo na Seção III – Apresentação de Propostas – para instituir o dever de resguardar o sigilo das informações contidas nas propostas de participação. Informa que a FCA e a MAS buscam equilibrar a necessidade de transparência com a proteção dos dados confidenciais, divulgando apenas informações gerais e resumidas sobre as empresas aprovadas e sobre as atividades pretendidas pelo participante.

O § 2º do art. 5º do Decreto nº 7.724/12, que regulamenta a Lei 12.527/11 (“Lei de Acesso à Informação” ou “LAI”), determina que as informações relativas à atividade empresarial cuja divulgação possa representar vantagem competitiva a outros agentes econômicos não se sujeitam às suas disposições.

Disso decorre que a CVM não terá o dever de divulgar informações dessa natureza que constem das propostas formais de participação, ainda que receba pedido de acesso à informação apresentado por pessoas naturais e jurídicas com base na LAI. Dessa forma, foi incluído novo parágrafo ao art. 6º para destacar a necessidade de o proponente indicar as informações amparadas pela referida hipótese de sigilo legal.

Caso o Comitê de **Sandbox** venha a interagir com terceiros para auxiliar na avaliação das propostas, o dever de preservar sigilo deverá também ser observado pelos referidos terceiros que tiverem acesso aos dados e informações contidos nas propostas, nos termos do novo parágrafo único do art. 10, observando-se que será necessário que o proponente tenha anuído expressamente com a possibilidade de a CVM compartilhar suas informações com tais entidades, nos casos em que a Autarquia firmar os acordos de cooperação previstos no referido artigo.



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

Bocater e Monteiro sugerem que o proponente se responsabilize, inclusive pessoalmente, pelo conteúdo e veracidade das informações apresentadas na proposta. Propõem que a responsabilidade seja registrada em termo específico que identifique as pessoas que responderiam por eventuais medidas reparadoras em caso de danos causados aos clientes e investidores.

Inicialmente, é importante destacar que tal disposição não encontra semelhança nos normativos da CVM que tratam da autorização de atividades permanentes no mercado de valores mobiliários e que, portanto, têm o potencial de causar danos mais graves ao mercado e aos investidores.

Contudo, a sugestão levou a CVM a acrescentar a falsidade das informações como uma das hipóteses de cancelamento da autorização temporária, nos termos da alínea “b” do inciso IV do art. 17.

BSBC sugere que seja incluído novo parágrafo ao art. 6º, para prever que as autorizações temporárias concedidas ao participante também beneficiem terceiros que o contratam. Seria um caso análogo ao das plataformas eletrônicas de investimento participativo regulamentadas pela Instrução CVM 588: não basta que as plataformas sejam dispensadas de requisitos regulatórios afetos à intermediação da operação, é preciso haver também dispensas de requisitos regulatórios aplicáveis ao emissor dos valores mobiliários e ao processo de oferta pública.

O escritório acredita que tais previsões serão importantes nos casos de modelos de negócio inovadores que se proponham a auxiliar sociedades empresárias a captarem recursos junto ao público por meio da emissão e distribuição de **tokens** e criptoativos que configurem valores mobiliários.

BSBC traz uma questão pertinente, qual seja: como lidar com os casos concretos nos quais o efetivo sucesso do modelo de negócios inovador careça de dispensas regulatórias para outros agentes que não o proponente, de forma a alcançar o ecossistema inovador como um todo.

No entanto, a CVM acredita que a redação do inciso II do art. 6º é ampla o suficiente para que os proponentes indiquem todas as dispensas necessárias para a condução de suas atividades, ficando a cargo do Comitê analisá-las sob o prisma da conveniência e oportunidade.



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

Dessa forma, a sugestão não foi acatada por não ter sido considerado necessário introduzir previsão expressa a esse respeito.

CFA Society considera que o rol de informações exigidas pelo art. 6º para apresentação de propostas parece ser apropriado, mas sugere que a CVM se baseie no modelo de formulário⁷ do **sandbox** da FCA, para assim ajustar o nível de exigências, de modo que a elaboração da proposta não se torne barreira intransponível para os candidatos.

A sugestão foi considerada pertinente, mas não provocou alterações na redação da Minuta, que estabelece apenas o conteúdo mínimo das propostas formais de participação. O rol completo de informações exigidas será divulgado a cada novo processo de admissão de participantes, nada impedindo que seja utilizado um formulário padronizado de inscrição, como o do **sandbox** da FCA do Reino Unido, sem que isso precise estar previamente definido na Instrução.

Baptista Luz sugere que seja incluído novo parágrafo ao art. 6º, prevendo expressamente a possibilidade de alteração ou readequação do modelo de negócio em decorrência do andamento dos testes (“pivotagem”) ao longo do período de participação. Entende que parte das empresas que aderirão ao **sandbox** será composta por **startups**, para as quais esse dinamismo seria vital. A fim de assegurar o uso virtuoso dessa prerrogativa, Baptista Luz sugere que eventuais alterações no modelo de negócio devam ser precedidas de apresentação de novas informações e de pedido de autorização à CVM.

Vieira Rezende sugere que a Instrução preveja a possibilidade de que o pedido de dispensa de requisitos regulatórios possa ser atualizado ou complementado ao longo do período de participação, visto que o modelo de negócio pode vir a “pivotar” em decorrência dos resultados dos testes realizados.

As sugestões foram consideradas em parte procedentes e foram incorporadas, no novo inciso V ao § 2º do art. 13, e no § 3º do mesmo artigo, novas redações que tratam das questões suscitadas pelos participantes. Contudo, é importante esclarecer que as alterações e readequações

⁷ Em <https://www.fca.org.uk/regulatory-sandbox-application-form>, acessado em 23 de janeiro de 2020.



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

previstas devem ser decorrências naturais da evolução do modelo de negócio inovador originalmente proposto.

Dessa forma, não devem ser aceitas alterações que não guardem qualquer relação com o projeto aprovado, sob pena de cancelamento da autorização temporária, conforme nova alínea “c” do inciso IV do art. 17.

BNDES sugere que seja incluído novo inciso ao art. 6º para que a estrutura da equipe alocada à atividade conste da proposta, discriminando o tempo de dedicação de cada membro, atribuições e atividades que serão exercidas. Entende que tais informações são importantes para analisar a estrutura da equipe dedicada a implementar a solução e para mensurar o risco de execução do projeto.

A CVM concorda com o comentário do participante quanto à importância de se analisar a estrutura da equipe dedicada a implementar a solução e considera que tal avaliação se encontra contemplada no inciso II do art. 5º, como um critério de elegibilidade.

Para deixar mais clara a necessidade de os participantes incluírem as informações necessárias para se aferir a sua elegibilidade, foi acrescido um novo inciso VII ao art. 6º com esse esclarecimento.

2.8. Avaliação das propostas de participação (art. 7º)

Bitcapital indaga se uma mesma empresa poderá apresentar propostas relativas a mais de um produto. Caso afirmativo, questiona se haverá possibilidade de apenas um dos produtos propostos ser aprovado para ser testado em ambiente de **sandbox**.

Inicialmente, é importante pontuar que o **sandbox** tem o escopo de conceder autorizações temporárias para a execução de atividades regulamentadas. Sendo assim, não se sabe ao certo se o participante se referiu a mais de uma atividade regulamentada ou se, no contexto da atividade regulamentada, poderia haver o oferecimento de mais de um produto ou serviço.

Assim, cabe esclarecer que o proponente pode apresentar pedido de participação no **sandbox**



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

regulatório que envolva mais de uma atividade regulamentada.

De qualquer forma, considerando a questão levantada em tese, caso o proponente só tenha interesse em participar do **sandbox** mediante aceitação total de sua proposta, ele poderá informar tal intenção quando do processo de admissão, ou, se for o caso, poderá solicitar o encerramento antecipado de sua participação, nos termos do inciso II do art. 16.

DEEP-USP argumenta que o pedido de informações adicionais previsto pelo parágrafo único do art. 7º não deve configurar um elemento de desestímulo aos proponentes, portanto o pedido efetuado pelo Comitê deve conter requisitos claros e conceder prazo razoável para a resposta do proponente.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma (art. 7º, § 2º).

2.9. Propostas recusadas (art. 8º)

Cescon, Barrieu sugere que seja incluída uma fase de análise preliminar saneadora das propostas, inspirado no modelo vigente em Cingapura. Nessa etapa, o Comitê realizaria avaliação preliminar para (i) filtrar as propostas manifestamente incompatíveis com o propósito e os objetivos do **sandbox**, poupando tempo e recursos que seriam demandados em análise detalhada de cada proposta; (ii) conceder oportunidade para que propostas viáveis sejam ajustadas e aprimoradas antes do parecer final a ser enviado ao Colegiado.

DEEP-USP sugere que a redação do art. 8º registre expressamente que caberá ao Comitê indeferir as propostas intempestivas, inelegíveis ou insuficientes, e que tal recusa deverá ser apresentada de maneira fundamentada. DEEP-USP também sugere que seja incluída a possibilidade de reapresentação de proposta recusada, por meio de ajustes que saneiem os vícios identificados e complementem os aspectos considerados insuficientes.

As sugestões foram parcialmente acatadas e estão refletidas nas novas redações dos §§ 1º e 2º do art. 7º e do art. 8º da norma.

CFA Society sugere que as propostas recusadas também sejam mencionadas no relatório 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

análise a ser submetido ao Colegiado, apresentando sumariamente as justificativas para recusa. Acredita também que tais justificativas devam ser levadas a conhecimento do público, tanto por questões de transparência como para permitir que os candidatos reprovados aprimorem seus projetos se quiserem tentar participar de ciclos subsequentes.

Os proponentes que tiverem suas propostas recusadas receberão apresentação de justificativa dos motivos da recusa, conforme previsto no art. 8º da Minuta, de modo que terão acesso às informações necessárias para conhecer as razões que levaram o Comitê a declinar suas propostas. Desse modo, a CVM considera que já estaria abordada a questão suscitada na manifestação a respeito da oportunidade para aprimorar projetos em tentativas subsequentes de participação.

A sugestão de levar ao conhecimento do público as propostas recusadas poderia gerar desincentivo à participação no **sandbox**, por eventual receio de que a imagem da empresa proponente seja maculada pela recusa recebida. Não obstante, o art. 18 da norma passa a prever a criação de seção no site da Autarquia com informações gerais sobre o **sandbox** regulatório, inclusive englobando as propostas rejeitadas e as principais razões que justificaram tais decisões, de forma agregada.

Siqueira Castro sugere que a Minuta preveja mecanismos formais para interposição de pedidos de reconsideração e de recursos administrativos em face de decisões do Comitê de **Sandbox** sobre: (i) o preenchimento dos critérios de elegibilidade; e (ii) a priorização e desempate de propostas em caso de restrição no número de participantes de cada ciclo. Considera que tais mecanismos são necessários dado que o processo de análise envolverá, necessariamente, parâmetros subjetivos.

A preocupação externada na manifestação de Siqueira Castro restou mitigada, visto que no art. 7º, § 1º, foi incluída menção expressa à possibilidade de saneamento de vícios identificados preliminarmente na análise das propostas, fase na qual os proponentes terão a oportunidade de corrigir ou complementar suas propostas.

No que se refere à seleção e priorização de propostas em caso de restrição no número de participantes, o comunicado ao mercado previsto no art. 3º, **caput**, estabelecerá expressamente todos os critérios válidos para determinado processo de seleção, tendo como conteúdo mínimo os



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

incisos do parágrafo único do art. 11. Ainda que de fato existam parâmetros subjetivos inerentes à análise, os critérios serão estabelecidos com a maior objetividade e transparência possíveis, razão pela qual a sugestão não foi acatada.

2.10. Relatório de análise (art. 9º)

ANBIMA considera necessário o estabelecimento de um prazo máximo para a análise das propostas pela CVM, ainda que a cada ciclo sejam definidos cronogramas específicos. Sugere estabelecimento de prazo máximo de 60 dias entre o recebimento das propostas e a concessão das autorizações para as empresas selecionadas, e para tanto propõe inclusão de previsão nesse sentido no **caput** do art. 12.

CFA Society aponta que a Minuta não determina o prazo máximo para análise das propostas, tampouco regras sobre eventuais dilações nesse prazo, visto que o inciso I do art. 3º apenas menciona de forma genérica que o Comitê de **Sandbox** estabelecerá o cronograma de recebimento e análise de propostas.

As sugestões foram parcialmente acatadas. O comunicado ao mercado que dará início ao processo de admissão de participantes estabelecerá o prazo máximo de análise das propostas recebidas.

ANBIMA considera necessário que o Relatório de Análise sobre as propostas de participação previsto no art. 9º aponte mecanismos objetivos para o acompanhamento dos projetos pela Autarquia, e para tanto sugere a inclusão de novo inciso V no referido artigo.

Os mecanismos de monitoramento e controle disponíveis ao Comitê de **Sandbox** estão elencados nos incisos do § 2º do art. 13, de modo que não foi acatada a sugestão de que o relatório de análise apresentado ao Colegiado pormenorize os mecanismos que possam ser utilizadas em cada projeto. Soma-se a isso o fato de que o monitoramento realizado pelo Comitê de **Sandbox** não afasta nem restringe a supervisão das áreas técnicas sobre o participante, nos termos do § 1º do mesmo artigo. Assim, não seria pertinente restringir, no relatório de análise, quais seriam os mecanismos objetivos que poderão ser utilizados pela CVM a cada caso concreto.



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

Balera sugere que a redação do **caput** do art. 9º seja complementada para tornar mais claro que o dispositivo se refere às propostas que tenham sido consideradas elegíveis e suficientes.

A proposta de esclarecimento foi acatada e está refletida na nova redação do **caput** do art. 9º. Cumpre enfatizar, entretanto, que a avaliação realizada pelo Comitê de **Sandbox** e da proposta de priorização serão submetidas à análise do Colegiado, que pode eventualmente ter entendimento distinto do Comitê sobre casos específicos, prevalecendo o entendimento do Colegiado.

Adicionalmente, os termos *elegíveis* e *suficientes* foram substituídos pelo termo *aptas*, que passa a expressar mais fielmente o conjunto das propostas que foram consideradas elegíveis e, ainda, que cumpriram com o fornecimento de todas as informações necessárias para a análise do Comitê.

Balera sugere que o conteúdo mínimo das informações que devem compor o Relatório de Análise seja ampliado por meio da inclusão de novo inciso, versando sobre a concessão do benefício da abstenção condicional de medidas sancionadoras, em linha com comentário ao art. 6º apresentado pelo escritório.

Baptista Luz sugere que seja incluído novo parágrafo ao art. 9º para determinar a suspensão de aplicação de medidas sancionadoras pelo Regulador durante a participação no **sandbox**, em linha com a sugestão de Balera ao art. 6º. No caso da proposta de Baptista Luz, a suspensão não dependeria de solicitação do participante e seria aplicável a todos os participantes, com alcance limitado aos contornos das atividades regulamentadas temporariamente autorizadas.

Cescon, Barriou sugere que seja adotado mecanismo de abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras, porém sob ângulo diverso de argumentação. Entende que a ferramenta deve ser usada nos casos em que as obrigações ou requisitos regulatórios tenham sido estabelecidos por Lei, logo não seriam passíveis de concessão de dispensa pela CVM.

O escritório afirma que esse precedente existe em pelo menos dois Pareceres de Orientação da CVM (n.º 34/06 e n.º 36/09), portanto seria uma alternativa para viabilizar a participação de um candidato no **sandbox** quando a CVM não tiver poderes para conceder uma dispensa regulatória que seja necessária para a realização dos testes, por exemplo, em relação a obrigações prevista nas



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

Leis n.º 6.385/76 ou 6.404/76.

MD8 também sugere a adoção de mecanismo de abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras, nos moldes das “**no enforcement action letters**”⁸, pois considera que problemas inesperados podem surgir durante a fase de testes e assim gerar violações que venham a ser consideradas pouco relevantes pelo regulador. A excepcionalidade deveria, segundo MD8, se aplicar apenas durante o período de testes em **sandbox** e não limitaria quaisquer responsabilidades de um participante em relação a seus clientes e a terceiros.

A sugestão de inclusão de mecanismos de abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras não foi acatada, conforme comentado no item 2.7.3 deste relatório.

Baptista Luz sugere que o inciso I do art. 9º preveja expressamente o dever de sigilo a respeito da descrição do modelo de negócio inovador no Relatório a ser elaborado pelo Comitê de **Sandbox**.

A sugestão não foi acatada, mas a proteção do sigilo das propostas foi abordada na norma, por meio da inclusão de novo § 2º no art. 6º e de novo parágrafo único no art. 10.

2.11. Interação do Comitê de Sandbox com partes interessadas (art. 10)

ANBIMA e B3 sugerem que seja adicionado um parágrafo ao art. 10 para reforçar as questões relacionadas ao sigilo das informações contidas nas propostas, visto que estas poderão ser acessadas por pessoas estranhas ao corpo técnico da CVM, nos termos do art. 10.

Pinheiro Neto sugere que o sigilo de informações compartilhadas pelo Comitê com terceiros e partes interessadas deva ser assegurado por meio de acordo de confidencialidade, a ser exigido por novo parágrafo único ao art. 10.

As sugestões foram parcialmente acatadas e estão refletidas na redação do novo parágrafo único do art. 10, que prevê que os terceiros deverão observar as hipóteses legais de sigilo das informações contidas nas propostas de participação às quais tiverem acesso.

⁸ <https://www.sec.gov/fast-answers/answersnoactionhtm.html>



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

C²Law sugere que sejam ampliadas as hipóteses de interação do Comitê de **Sandbox** com entidades externas à CVM, para tanto propõe alterações na redação do art. 10. Na visão do escritório, o Comitê também deveria desempenhar um papel típico dos **innovation hubs** – núcleos criados por reguladores de diversas jurisdições para orientar empreendedores sobre o perímetro regulatório e para discutir inovações e propor ajustes e aprimoramentos às regras postas.

A sugestão do participante está alinhada com a função do já mencionado **Fintech Hub**. Uma das iniciativas do **Fintech Hub** foi a criação, em 2019, do canal *Pontes de Inovação*⁹, destinado à troca de ideias e informações com a CVM acerca de trabalhos, estudos e aplicações inovadoras de tecnologias no mercado de capitais.

Não foi considerado pertinente adicionar, já no momento inicial do programa, novas atribuições ao Comitê de **Sandbox**, que já será responsável por diversas atividades relacionadas à condução do processo de admissão, seleção e de monitoramento dos participantes, de forma que a sugestão não foi acatada.

DEEP-USP entende que a interação do Comitê com partes interessadas deva ser obrigatória, e não opcional como proposto na Minuta.

Considerando que ainda não são plenamente conhecidos os desafios operacionais da interação entre o Comitê de **Sandbox** e os terceiros, bem como tendo em vista que, a despeito de não contarem com prazo de conclusão, as avaliações de propostas não devem ser demasiadamente longas, a sugestão de interação obrigatória não foi acatada.

2.12. Critérios de seleção de propostas (art. 11)

ANBIMA considera adequados os critérios estabelecidos pela CVM para priorização das propostas de participação no **sandbox** regulatório. Sugere, entretanto, supressão do fator *tecnológico* na aferição da presença de inovação no modelo de negócio, nos termos do inciso I do parágrafo único do art. 11, para que haja alinhamento com a definição de modelo de negócio

⁹ <http://www.cvm.gov.br/noticias/arquivos/2019/20190828-2.html>



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

inovador estabelecida no art. 2º.

ANBIMA afirma que, nos modelos por ela analisados em outras jurisdições, a tecnologia não consta, de forma isolada, dos critérios de elegibilidade, de forma a não restringir eventuais modelos de negócio inovadores em que a tecnologia não é crucial.

A CVM não acatou a proposta, pois considerou que, em caso de impossibilidade de aceitar todas as propostas apresentadas, deveria existir, dentre os critérios de priorização, fator que favoreça os casos em que haja inovação tecnológica relevante, na medida em que novas tecnologias tendem a gerar inovações com impacto transformador na diminuição de custos e aumento de eficiência da atividade econômica.

De todo modo, note-se que, embora constitua elemento relevante para a tomada de decisão quanto à seleção de propostas, a utilização de nova tecnologia não se trata do único fator de priorização.

Balera sugere que a redação do art. 11 preveja expressamente que as recomendações do Comitê para o aceite de propostas sejam motivadas, em benefício da segurança jurídica e da transparência que se espera da administração pública.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

BNDES sugere que a redação do inciso IV do art. 11 seja ajustada para não restringir o alcance da expressão *potencial de inclusão financeira*. BNDES acredita que ampliar o acesso a um produto ou serviço financeiro não necessariamente aumenta seu uso, visto que muitas vezes o produto não estaria adaptado à realidade e às necessidades de determinados segmentos de usuários. Adicionalmente, o banco acredita que pode haver soluções inovadoras desenhadas com a finalidade de incentivar a qualidade e a responsabilidade no uso de produtos e serviços financeiros.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma.

Bocater e Monteiro sugerem que o inciso I do art. 11 elenque critérios objetivos para avaliação da relevância da inovação tecnológica no modelo de negócio. Repisam, ainda, a importância de serem estabelecidos critérios objetivos para a identificação de propostas prioritárias,



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

caso haja necessidade de limitar o número de participantes de determinado ciclo.

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.

DEEP-USP sugere que a redação do parágrafo único do art. 11 seja complementada para reforçar a ideia de que os critérios de priorização buscarão conciliar o incremento da concorrência com a diretriz de universalização do acesso aos serviços financeiros.

A CVM não considerou que os critérios sugeridos pelo participante merecessem constar, de forma isolada e autônoma, dos critérios discriminados no art. 11. Contudo, destaque-se que a universalização de acesso está em linha com o critério previsto no inciso V, que menciona expressamente à ampliação do acesso do público a produtos e serviços.

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.



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

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.

Siqueira Castro sugere que os critérios de seleção de propostas devem ser elencados em ordem de prioridade, e que o primeiro da lista deve ser o que consta do inciso IV da Minuta, a saber, o potencial de inclusão financeira e ampliação do acesso do público ao produto ou serviço. O escritório propõe também que o critério previsto no inciso III da Minuta seja separado em duas partes de modo que os benefícios esperados para investidores e partes interessadas tenham menor grau de prioridade em comparação com os benefícios esperados para clientes e para o desenvolvimento do mercado.

A redação atual não impõe uma ordem de prioridade entre os incisos do dispositivo. Tal priorização ou o fator de ponderação de cada critério poderão ser determinados pelo comunicado ao mercado que dará início a cada processo de admissão de participantes.

Tal flexibilidade é considerada necessária para que a CVM possa aprimorar o **sandbox** em face do aprendizado adquirido a cada interação. Portanto, a sugestão de reorganização dos incisos em ordem decrescente de prioridade não foi acatada.

Saliente-se, ainda, que a Comissão resolveu separar o inciso III em dois critérios, reconhecendo que pode haver situações em que o benefício para investidores e partes interessadas nem sempre estará em perfeito alinhamento com o potencial impacto no 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

2.13. Concessão de autorizações e dispensas de requisitos regulatórios (art. 12)

ANBIMA sugere adição de novo § 2º ao art. 12, para que seja contemplada a possibilidade de concessão de dispensas adicionais e de revisão das condições, limites e salvaguardas ao longo do período de monitoramento, em caso de necessidades ou desafios supervenientes. Acredita que tal flexibilidade seria uma prerrogativa importante no tratamento e acompanhamento dos modelos de negócio inovadores, visto que diversos riscos e desafios que só se evidenciam ao longo do processo de execução do projeto inovador. ANBIMA cita o exemplo do regulador holandês, que pode alterar ou restringir os termos do teste em ambiente de **sandbox** para determinado participante.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma. A possibilidade de solicitar dispensas adicionais e revisão das condições, limites e salvaguardas passou a integrar o art. 13, que trata do monitoramento dos participantes, sob forma de novo § 3º.

Balera sugere que seja incluído novo inciso no parágrafo único do art. 12, dispondo a respeito de eventual concessão de abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras, em linha com seus comentários ao art. 6º.

Mecanismos de abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras não farão parte do **sandbox** regulatório, conforme comentado no item 2.7.3, logo a sugestão não foi acatada.

C²Law sugere que seja exigido quórum mínimo de dois terços no Colegiado da CVM para aprovação das propostas de participação e para a concessão das autorizações temporárias. O escritório aponta, ainda, que a Minuta não prevê procedimentos para interposição de recurso contra decisão negativa do Colegiado.

A CVM não acatou a proposta, pois já existe um quórum mínimo para se instaurar uma sessão do Colegiado (3 membros); tal prática é adotada na Autarquia em todas as decisões proferidas pelo órgão, inclusive os processos administrativos sancionadores.

Não há instância interna superior ao Colegiado dentro da estrutura administrativa da CVM, sendo que apenas há previsão de recursos ao Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional em caso de processos administrativos sancionadores. Eventuais pedidos 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

reconsideração das decisões do Colegiado devem seguir o rito previsto em regulamentação específica.

DEEP-USP sugere que o inciso I do § 1º do art. 12 não faça referência ao *nome da empresa*, pois entende que a Instrução também se dirige a outros tipos de pessoa jurídica. DEEP-USP considera que as pessoas jurídicas deveriam poder atuar inclusive em conjunto, mediante parceria ou organização própria.

Alega que o **sandbox** da FCA cita a figura da empresa guarda-chuva, que simplifica a adesão ao ambiente regulatório experimental por meio da associação de empresas menores a uma maior, afastando a necessidade de autorização individual a cada integrante desse grupo.

Considera que esse modelo permitiria que várias empresas inovadoras se beneficiassem da autorização outorgada à empresa guarda-chuva, pendente de avaliação sobre a viabilidade prática desse arranjo. DEEP-USP enumera os seguintes veículos que poderiam, a princípio, ser adotados: sociedades de participação, sociedades com propósito específico e consórcios.

As autorizações e registros ordinariamente concedidos pela CVM são destinados a pessoas jurídicas e naturais individualmente identificadas, e tal modelo será replicado no ambiente regulatório flexível. No entanto, a sugestão foi parcialmente acatada e a foi inserido o termo “entidade”.

2.14. Monitoramento (art. 13)

ANBIMA sugere modificar o comando do inciso I do § 2º do art. 13, de modo que os representantes do participante estejam sempre disponíveis para atender eventuais demandas de comunicação do Comitê de **Sandbox**. O dispositivo proposto na minuta previa que as reuniões se dariam de forma periódica, e a ANBIMA considera que essa abordagem poderia criar um incentivo não desejado na conduta do participante, sem especificar qual seria tal incentivo.

A sugestão não foi acatada pois se considerou que a preocupação com eventuais incentivos não desejados de conduta dos participantes já está adequadamente abordada por meio do conjunto de dispositivos que disciplinam o monitoramento dos participantes.



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

O inciso II do § 2º do art. 13 prevê que o participante deverá apresentar informações, documentos ou outros materiais relacionados ao negócio sempre que solicitado, de modo que as interações não se darão apenas nas reuniões periódicas.

Bocater e Monteiro sugerem que o inciso I do § 2º do art. 13 preveja expressamente as formas possíveis de comunicação entre os reguladores e os participantes, tais como videoconferências, e-mails, reuniões presenciais e visitas às instalações físicas de parte a parte. Consideram importante que os mecanismos possíveis sejam conhecidos de antemão pelos proponentes, ainda que sua implementação seja realizada de forma casuística. Propõem, adicionalmente, que o participante possa ser representado por assessores legais ou financeiros, com a finalidade exclusiva de maximizar a troca de informações entre os agentes do **sandbox**.

As formas de interação enumeradas na manifestação poderão ser utilizadas na comunicação entre regulador e participante, mas não se considerou necessário incluí-las expressamente no dispositivo em questão, de forma que a sugestão não foi acatada.

Adicionalmente, o monitoramento pressupõe uma interação constante e próxima com os empreendedores que conduzem os projetos objeto do **sandbox**. A previsão para que a comunicação possa se dar por meio de assessores acrescentaria uma camada de interposição entre a CVM e os participantes não considerada desejável em bases contínuas.

Bocater e Monteiro sugerem também a criação de um novo § 3º ao art. 13, estabelecendo o dever de a CVM indicar um ou mais representantes para atuar ponto focal da comunicação com o participante. Esses contatos seriam 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.

Cescon, Barrieu também sugere que seja designado um servidor para acompanhar a realização dos testes de cada participante e para servir como ponto focal da comunicação, nos moldes adotados pela FCA no Reino Unido. Acredita que esse modelo propiciaria uma



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

comunicação mais eficiente que o proposto na Minuta, em que o acompanhamento ficaria a cargo do Comitê.

A constituição de um ponto focal para cada participante foi considerada positiva e desejável para o estabelecimento de uma relação de confiança e fluida de troca de informações. A CVM pretende proceder de forma similar à proposta pelos participantes, mas optou por não alterar a redação proposta na Minuta, uma vez que engessaria uma interação que requer dinamismo.

CFA Society sugere que o art. 13 preveja expressamente a obrigatoriedade de apresentação de relatórios semestrais ao Comitê de **Sandbox**, com a finalidade de trazer concretude ao monitoramento periódico previsto na Minuta. Entende que essa medida se faz necessária para (i) evitar concentração excessiva de risco decorrente de eventual boa aceitação do modelo de negócio pelo mercado; e (ii) propiciar um monitoramento eficaz dos participantes.

A periodicidade semestral pode não ser pertinente ou suficiente para todos os casos de participantes, e relatórios podem não ser o formato mais adequado para registrar o monitoramento de participantes. Assim, a sugestão não foi acatada.

ANBIMA sugere nova redação para os incisos II e III do § 2º do art. 13, por meio da fusão dos dispositivos e de ajustes de escopo, para aprimorar a definição de o quê deverá ser informado à CVM e restringir as informações àquelas necessárias ao monitoramento da atividade em testes.

DEEP-USP também entende que incisos II e III podem ser unidos, visto ambos tratarem do tema da disponibilização para a CVM de documentos e informações a respeito das atividades do participante. DEEP-USP sugere que os incisos II e III do § 2º do art. 13 estabeleçam claramente quais os documentos e informações passíveis de serem solicitados pela CVM, a serem arrolados em Anexo específico, pois entende que a redação proposta na Minuta pode causar surpresa ou insegurança nos participantes em face de seu teor demasiadamente genérico, ou deixá-los incapazes de reagir tempestivamente para responder aos pedidos da CVM.

Baptista Luz sugere que o inciso II do § 2º do art. 13 seja complementado para prever expressamente o dever da CVM de preservação do sigilo das informações fornecidas pelo participante ao Comitê de **Sandbox** no andamento das ações de 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

Bitcapital questiona como funcionará o acesso a informações e dados pessoais em função do atendimento à Lei n.º 13.709/18, ou Lei Geral de Proteção de Dados (“LGPD”). Pergunta também se o participante precisará divulgar essa disponibilização de dados nos termos de uso e privacidade para ciência e aprovação de seus clientes.

SBK Capital sugere que a redação do inciso II do § 2º do art. 13 seja ajustada, para excluir a menção ao *atingimento das metas da operação*, visto que entende que nem todas as operações terão necessariamente metas predefinidas. Sugere que a referida expressão seja alterada para *resultados obtidos da operação*.

As sugestões foram parcialmente acatadas e estão refletidas na nova redação unificada dos incisos II e III. A sugestão de arrolar em novo Anexo as informações e documentos que poderão ser exigidas pela CVM não foi considerada procedente, pois poderia limitar a capacidade de atuação do Comitê de **Sandbox** em situações práticas não previstas no momento da elaboração do conteúdo do Anexo.

Também não foi acatada a sugestão de inclusão de limitações de acesso ao Comitê de **Sandbox**, uma vez que sua atividade se encontra no escopo de supervisão da Autarquia e que a ela já se impõem as hipóteses de sigilo previstas em lei.

DEEP-USP sugere que a redação do inciso IV do § 2º do art. 13 seja alterada para retirar a natureza impositiva do comando de que o participante deverá cooperar na discussão sobre soluções para o aprimoramento da regulação e supervisão. A nova redação proposta por DEEP-USP estabelece que a cooperação poderá se dar mediante solicitação da CVM ou por iniciativa do participante.

A sugestão foi considerada desnecessária, pois não se imagina que tal cooperação pudesse se dar de outra forma.

DEEP-USP sugere que seja excluída a menção a *risco extraordinário* no inciso V do § 2º do art. 13, visto que carece de definição na Instrução. Propõe que seja adotada a nomenclatura *risco operacional*, conforme utilizada no art. 22 da Resolução CMN nº 4.606/17, como forma de conferir maior segurança a respeito do conceito e de harmonizar os instrumentos normativos dos



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

Reguladores.

Os riscos extraordinários a que se referia o proposto inciso V do § 2º do art. 13 são aqueles que não haviam sido elencados na proposta de participação, conforme exigido por força do inciso IV do art. 6º da Minuta. Não se trata necessariamente de *riscos operacionais*, conforme conceito adotado na Resolução CMN nº 4.606/17, de modo que a sugestão não foi acatada.

A manifestação provocou, no entanto, um ajuste no comando do inciso V (atual inciso IV) do § 2º do art. 13, que passará a registrar expressamente o dever de informar ao Comitê de **Sandbox** a materialização de riscos previstos e imprevistos.

DEEP-USP sugere que seja incluído novo § 3º no art. 13, para prever que, no caso de o Comitê de **Sandbox** estabelecer procedimentos extraordinários com base no art. 4º, também possa estabelecer procedimento adicional destinado a monitorar o participante de forma conjunta com outro regulador ou com autoridades reguladoras de jurisdições estrangeiras. DEEP-USP aponta que os esforços de coordenação só estão previstos na fase de análises de propostas de participação, não havendo menção similar na Minuta sobre a fase de monitoramento.

A sugestão foi acatada e está refletida na versão final da norma por meio da inclusão de novo § 4º no art. 13.

DEEP-USP sugere que sejam incluídos novos §§ 4º a 7º ao art. 13, prevendo a possibilidade do participante desejar ou necessitar realizar mudanças materiais em seu modelo de negócio durante a fase de monitoramento. Propõe que as mudanças sejam comunicadas à CVM com antecedência mínima de 4 semanas para avaliação e aprovação.

A sugestão foi parcialmente acatada por meio da inclusão de novo inciso V no § 2º do art. 13, estabelecendo que o participante deverá comunicar a intenção de realizar alterações ou adequações relevantes no modelo de negócio inovador em decorrência do andamento dos testes. Cabe notar que tais modificações não poderão afastar o modelo de negócio inovador da proposta avaliada pelo Comitê, sob pena de o participante ter sua autorização cancelada, conforme art. 17, IV, “c”.

MD8 sugere que o art. 13 preveja, adicionalmente, a exigência de comunicação clara a



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

respeito da natureza dos testes e de suas implicações para os investidores e demais partes envolvidas, inclusive em relação ao período posterior ao encerramento dos testes. Considera que o tema é de vital importância, em especial nos casos em que os efeitos para os clientes perdurarem para além do ciclo do **sandbox**.

Os participantes do **sandbox** deverão incluir aviso em todos os seus materiais de divulgação, bem como em sua página da internet, alertando que as atividades da empresa estão sendo conduzidas em caráter experimental, mediante autorização temporária para desenvolvimento de atividade regulamentada.

Adicionalmente, deverão ser colhidas assinaturas de termo de ciência de risco nos casos em que a atividade desenvolvida incluir captação ou administração de recursos de clientes, nos termos do Anexo A da Minuta.

Tendo em vista que tais exigências de comunicação constam dos artigos 14 e 15 da Minuta, a sugestão de inclusão de dispositivo similar no art. 13 não foi acatada.

SBK Capital sugere que as regras relativas ao monitoramento periódico do participante a ser realizado pela CVM deveriam prever que o regulador elabore relatório de avaliação dos resultados apresentados pelo participante, como boa prática de reciprocidade.

O **sandbox** regulatório tem como objetivo viabilizar o desenvolvimento de atividades regulamentadas com modulação no ônus regulatório. O acompanhamento das métricas de desempenho operacional será feito com vistas à persecução dos objetivos institucionais da CVM, tais como monitorar os riscos que ameacem o funcionamento eficiente do mercado ou proteger os investidores. A sugestão não foi acatada.

2.15. Comunicação (arts. 14 e 15)

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**.



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

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.

As sugestões foram parcialmente acatadas. A redação do **caput** do art. 14 foi complementada para explicitar que o dever de incluir avisos em materiais de divulgação se limita



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

aos materiais relacionados ao projeto aprovado para participar do **sandbox**. Tal medida reduzirá o ônus das ações de comunicação relativas ao **sandbox** e evitará a possível percepção errônea de que as demais atividades regulamentadas eventualmente desenvolvidas por empresas participantes não possuem autorizações definitivas.

Ainda que os participantes se submetam ao monitoramento do Comitê de **Sandbox** e à supervisão das áreas técnicas responsáveis, a CVM reitera a importância da adequada divulgação de que as atividades regulamentadas estão sendo conduzidas em caráter experimental e mediante dispensa de requisitos regulatórios. Tal transparência é fundamental para que clientes, investidores e demais partes interessadas tomem decisões informadas a respeito de sua relação com o participante.

Sobre os comentários recebidos de que os alertas podem gerar desconfiança excessiva dos clientes, a CVM decidiu incluir o inciso I ao art. 14, de forma a permitir e ordenar que os participantes expliquem o funcionamento do **sandbox** com mais detalhes. Dessa forma, acredita-se que será possível detalhar aspectos importantes, como o monitoramento contínuo que é feito pelo regulador.

ANBIMA sugere que a assinatura do Termo de Ciência de Risco exigida no art. 15 seja dispensada nos casos em que o conteúdo do termo for tratado em documentação anterior já assinada entre as partes, bem como nos casos de clientes classificados como investidores profissionais, nos termos da regulamentação específica. ANBIMA sugere também a inclusão da possibilidade de assinatura digital ou eletrônica do Anexo 15.

ABCD entende que a necessidade de assinatura de um termo apartado de ciência de risco pode afastar o consumidor ou cliente ou deixá-lo receoso em adquirir produtos e serviços. Sugere que a disposição acerca do caráter experimental conste, por exemplo, dos termos de uso ou da política de privacidade do participante, ou outro documento apropriado para expressar o aceite, e propõe redação alternativa nesse sentido.

CFA Society considera fundamental que seja exigida assinatura do termo de ciência de risco nas atividades de captação ou administração de recursos de clientes, com vistas a conferir maior grau de proteção à poupança popular.



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

CFA Society entende que o termo de ciência deve ser exigido inclusive de investidores profissionais por questão de prudência, até mesmo como medida de proteção da CVM em caso de eventual judicialização decorrente de perdas experimentadas por tal categoria de investidores. Relembra que medida semelhante já foi determinada pela CVM por ocasião da edição da Instrução CVM 588, que regulamenta o **crowdfunding** de investimento: o inciso IV do art. 19 estabelece o dever de obter assinatura de termo de ciência de risco de todos os investidores, sem exceção para investidores profissionais.

As sugestões foram parcialmente acatadas, tendo sido dispensada a assinatura do termo de ciência de risco para investidores profissionais, conforme definido em regulamentação específica. A exigibilidade de assinatura do termo do Anexo A foi mantida para todos os outros casos, pois, ainda que um mesmo cliente possa haver assinado outros termos de ciência de risco, o termo deve registrar explicitamente que se trata de um projeto experimental, conduzido sem registro definitivo junto à CVM, e dispensado de determinados requisitos regulatórios.

A assinatura do termo poderá ser colhida e mantida em meio digital, mas não se considerou necessário incluir expressamente tal previsão no dispositivo, considerando que não há qualquer vedação na norma para essa possibilidade. Ressalte-se, por fim, que o referido Anexo se aplica apenas aos casos em que o cliente é o investidor propriamente dito, ou seja, aquele que entrega os recursos diretamente para o participante do **sandbox** e não demais empresas que atuem em parceria com este.

2.16. Encerramento do ciclo do sandbox regulatório (arts. 16 a 18 – atuais arts. 16 e 17)

2.16.1. Relatório sobre resultados alcançados (art. 16)

B3 considera importante a divulgação de relatório destacando a experiência da Autarquia em cada ciclo do **sandbox**, de modo a sinalizar ao mercado as iniciativas exitosas e os pontos de melhora a serem abordados, resguardado o sigilo das atividades e dos dados dos participantes. Cita como exemplo o relatório publicado periodicamente pela FCA britânica intitulado **Regulatory Sandbox lessons learned report**.



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

DEEP-USP sugere que sejam acrescentados dispositivos ao art. 16, com o propósito de estabelecer o conteúdo mínimo do relatório sobre resultados alcançados. Acredita que essa definição desde a partida é necessária para que o interesse público se sobreponha a qualquer possibilidade de pessoalidade na divulgação de resultados, uma vez que os resultados poderiam ser omitidos ou incrementados se não houver critérios objetivos.

As sugestões foram parcialmente acatadas e estão refletidas na nova redação do art. 18 da norma. Contudo, vale dizer que a CVM alterou a forma de comunicação dos resultados, privilegiando uma seção permanente em sua página na internet para a sua divulgação periódica.

2.16.2. Hipóteses de encerramento da participação (art. 17 – atual art. 16)

Balera sugere que seja incluído um inciso ao art. 17, contendo nova hipótese de encerramento da participação no **sandbox** regulatório, para contemplar os casos em que se conclua, ao longo do processo de testes, que a atividade desenvolvida pelo participante não se sujeita à competência regulatória da CVM.

A hipótese suscitada na manifestação levou à complementação da redação do inciso I do art. 5º, com a finalidade de que explicitar que as atividades elegíveis ao **sandbox** regulatório são apenas as atividades regulamentadas pela CVM.

Com essa inserção, resta desnecessário incluir novo inciso ao atual art. 16 para lidar com casos em que se conclua, ao longo do processo de testes, que a atividade desenvolvida pelo participante não se sujeita à competência regulatória da CVM.

Em tais casos, o participante deixará de ter cumprido o critério de elegibilidade previsto no inciso I do art. 5º, de forma que o encerramento da participação no **sandbox** se daria por força da alínea “a” do inciso IV do art. 17.

2.16.3. Implementação do plano de contingência (art. 17, § 1º - atual art. 16, § 1º)

ABCB sugere que o encerramento da participação a pedido do participante (inciso II) não enseje implementação do plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada, conforme exigido no §1º do art. 17. Entende que essa exigência pode desincentivar



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 adesão de participantes que desejem apenas testar seus negócios dentro do **sandbox**, dado que a existência de um vínculo residual entre a empresa e a CVM oneraria a continuidade da operação da empresa.

A implementação do plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada independe do motivo pelo qual a participação no **sandbox** tenha sido encerrada. Não se trata de manter um “vínculo residual” entre a empresa e a CVM ou de uma punição ao participante, mas sim de se estabelecer um mecanismo de proteção a clientes, investidores e demais partes interessadas do risco de se verem subitamente desassistidos pela empresa que encerrar sua participação no **sandbox**.

As atividades regulamentadas desenvolvidas pelo participante mediante autorização temporária só poderão ser desempenhadas enquanto perdurar tal autorização, de forma que não seria possível continuar as operações da empresa fora do **sandbox** sem uma autorização definitiva. Assim sendo, a descontinuação ordenada da atividade é necessária e, portanto, a sugestão não foi acatada.

2.16.4. Prazo para análise e concessão de registro definitivo (art. 17, § 3º - atual art. 16, §3º)

ANBIMA sugere estabelecer prazo máximo de 90 dias para a análise do pedido de registro definitivo que venha a ser apresentado, para evitar o risco de o participante ficar à espera do resultado da análise por período indeterminado. Acredita, também, que tal prazo permitiria que o participante se preparasse para aplicar o plano de contingência, caso necessário.

SBK Capital aponta que o dispositivo não estabelece prazo máximo para conclusão da análise do pedido e subsequente concessão do registro definitivo.

Os prazos para concessão de registro definitivo serão os prazos ordinários estabelecidos em cada Instrução que discipline a atividade regulamentada pretendida. Cumpre frisar que a autorização temporária permanecerá válida durante a tramitação da análise do pedido de registro definitivo, nos termos do § 4º do art. 16, de modo que as operações da empresa poderão continuar a ser conduzidas no **sandbox**, nos termos pactuados, enquanto o pedido de registro estiver sob análise.



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

2.16.5. Validade de autorização temporária durante período de análise (art. 17, § 4º - atual art. 16, § 4º)

SBK Capital solicita que seja esclarecido se o participante poderá ampliar seu volume de negócios e sua base de clientes durante a tramitação da análise do pedido de registro definitivo.

Alterações nos limites, condições e salvaguardas pactuados poderão ser solicitadas a qualquer momento ao Comitê de **Sandbox**, mediante apresentação de pedido fundamentado, e serão analisadas pelo Colegiado, nos termos no novo § 3º do art. 13.

2.16.6. Cancelamento ou suspensão de autorização temporária (art. 18 – atual art. 17)

ANBIMA sugere que a hipótese de instauração de processo administrativo para apuração de responsabilidades, prevista no § 1º do art. 18, seja ressalvada em relação ao caso previsto no inciso III do art. 18, em que o Comitê de **Sandbox** entende que a atividade desenvolvida gera riscos excessivos e que não foram previstos anteriormente.

ANBIMA considera que a possibilidade de instauração de processo administrativo em decorrência da configuração de riscos excessivos pode desestimular a participação de proponentes. A ressalva proposta seria no sentido de que a configuração de riscos excessivos, por si, não ensejaria possibilidade de instauração de processo administrativo, sendo necessário haver também falta ou insuficiência de observância dos dispositivos da Instrução para suscitar a apuração de responsabilidade.

Baptista Luz considera que a redação do § 1º do art. 18 carece de clareza em relação a quais responsabilidades poderão ser apuradas em eventual instauração de processo administrativo. Sugere que a redação do dispositivo seja complementada para registrar que os participantes poderão ser eximidos de certas responsabilidades durante a participação no **sandbox**, e que tal diferenciação seria relevante para aumentar a segurança jurídica dos participantes.

A ressalva proposta por ANBIMA não foi acatada, dado que podem existir casos em que a instauração de processo administrativo se dê justamente para apurar as condutas dos responsáveis pela pessoa jurídica e o contexto da materialização dos riscos excessivos. Nesse sentido, cabe alertar



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

que nem todo processo administrativo é sancionador.

Ademais, cumpre esclarecer que a previsão contida no § 1º do art. 17 não significa necessariamente que os responsáveis pela pessoa jurídica serão punidos pela CVM caso sobrevenham riscos excessivos, e sim que CVM seguirá dispoendo de suas ferramentas de supervisão e de atuação sancionadora em seu perímetro regulatório, ainda que se trate de regulados que detenham autorização temporária.

A complementação sugerida por Baptista Luz não foi acatada por motivo semelhante, a saber: ainda que o participante receba dispensas de requisitos regulatórios, e que tais requisitos se refiram a normas de conduta estabelecidas pela CVM, pode haver necessidade de instauração de processo administrativo para apurar fatos, indícios ou reclamações a respeito da atuação do participante no contexto das dispensas concedidas.

Balera sugere que seja inserida uma ressalva na redação do § 1º do art. 18, para acomodar a possibilidade de o participante ter recebido o benefício da abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras, em linha com os comentários ao art. 6º apresentados pelo escritório.

Conforme já abordado no item 2.7.3 deste relatório, o benefício da abstenção condicional de aplicação de medidas sancionadoras não fará parte do **sandbox** regulatório da CVM.

Beatriz Nami sugere que o § 3º do art. 18 registre expressamente que a suspensão da participação da pessoa jurídica no **sandbox** não apenas não interrompe, para ela, o prazo de duração do ciclo, como também não suspende tal contagem de prazo.

A sugestão da participante motivou a CVM a excluir o § 3º do art. 17, uma vez que a suspensão pode se dar para ajustar aspectos operacionais do modelo de negócio e que pode ser do interesse de todos, inclusive da CVM, verificar o andamento da iniciativa após a implementação das correções necessárias.

Bocater e Monteiro consideram que a redação proposta para o art. 18 confere excesso de discricionariedade ao Comitê de **Sandbox** em sua prerrogativa de suspender ou cancelar as autorizações temporárias. Sugerem que os critérios para tanto sejam mais objetivos e que haja



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

alguma espécie de alerta prévio, para permitir que o participante ajuste sua conduta ou seus procedimentos.

Cescon, Barrieu entende que a decisão acerca da suspensão ou exclusão de participante deve caber ao Colegiado, não ao Comitê de **Sandbox**. As autorizações temporárias são concedidas por deliberação do Colegiado, logo, sugere que a suspensão ou revogação deveria seguir o mesmo rito, cabendo ao Comitê o dever de fornecer subsídios para a tomada de decisão. Paralelamente à deliberação pelo Colegiado, poderia ser determinada a suspensão imediata de atividades que impusessem risco ao regular funcionamento do mercado, conforme medidas acautelatórias previstas em Lei.

Cescon, Barrieu sugere que seja ajustada a redação do inciso I do § 2º do art. 18, de modo que o Comitê de **Sandbox** tenha o dever, e não o poder, de oferecer oportunidade de regularização de conduta ou de ajuste de falhas e riscos antes de decidir pela suspensão ou cancelamento da autorização temporária em função da verificação das hipóteses previstas nos incisos do **caput** do art. 18.

As sugestões foram parcialmente acatadas. O **caput** do art. 17 passará a registrar que a prerrogativa de suspender ou cancelar autorizações temporárias será do Colegiado, não do Comitê de **Sandbox**. Os critérios para suspensão ou cancelamento da autorização temporária não foram alterados em substância, mas tão apenas ajustados em alinhamento à mudança realizada no **caput** do art. 17.

Em relação às sugestões de alertas prévios à suspensão ou ao cancelamento de autorizações, bem como de oportunidades de ajuste na conduta, tais mecanismos já estão previstos nos incisos I e II do § 2º do art. 17.

MD8 pontua que o § 1º do art. 18 não prevê a adoção de “**no enforcement action letters**”, a para a qual sugere adoção, conforme registrado no comentário ao art. 9º, de forma que os participantes do **sandbox** não estejam sujeitos aos processos sancionadores do Regulador.

MD8 solicita esclarecimentos sobre a forma como se dará a instauração de processo administrativo e demais medidas disciplinares sobre participantes do **sandbox** que não estejam



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

sujeitos à competência do regulador, tais como empresas comumente denominadas **BigTech**.

Conforme comentado no item 2.7.3, não foram adotados mecanismos de abstenção de aplicação de medidas sancionadoras, tais como as **no enforcement action letters**, logo a sugestão não foi acatada.

Quanto aos esclarecimentos solicitados, CVM repisa que somente participarão do **sandbox** regulatório as pessoas jurídicas que desenvolvam atividades que se situem dentro do perímetro regulatório da Autarquia. Existe a possibilidade de uma **BigTech** participar do **sandbox** sem nunca antes ter detido um registro ou autorização da CVM, mas a partir do momento em que se propuser a desenvolver uma atividade regulamentada no ambiente regulatório flexível, estará sujeita à regulação da CVM e, assim, à eventual instauração de processo administrativo para apuração de fatos e de responsabilidades.

ANBIMA sugere que seja incluído novo § 4º ao art. 18, prevendo a possibilidade de recurso ao Colegiado em casos de decisão de suspensão ou cancelamento de autorizações, como forma de mitigar o risco de judicialização de eventuais disputas.

A sugestão perdeu objeto, visto que foi alterada a redação do **caput** do art. 17, para prever que cancelamentos ou suspensões de autorizações temporárias serão decididas pelo Colegiado.

SEPRAC considera que há risco de judicialização nos casos de suspensão ou cancelamento da autorização temporária concedida ao participante, e que a CVM deve se preparar para questionamentos a esse respeito de modo a evitar disputas que inviabilizem a iniciativa do **sandbox**.

A CVM, como qualquer órgão da administração pública, já enfrenta em sua rotina o risco de as deliberações de seu Colegiado serem eventualmente questionadas judicialmente por jurisdicionados. Ademais, as regras e procedimentos para o funcionamento do **sandbox** foram exaustivamente discutidos com o mercado e demais reguladores, de forma que foi construída uma razoável previsibilidade de sua operacionalização, reduzindo as chances de tais questionamentos ocorrerem e o sucesso destes.

Cabe esclarecer, também, que o ato de autorização temporária associado ao **sandbox**



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

regulatório é decorrente do cumprimento contínuo de uma série de requisitos e condicionantes, de forma que se deve ter clareza de que tal observância é elemento necessário para a manutenção da referida autorização. Portanto, na hipótese de o particular não mais observá-los, cabe à autoridade administrativa cancelar a referida autorização.

2.17. Disposições finais (art. 19 – atuais arts. 18 a 20)

B3 sugere que seja incluído novo artigo na norma, para que o disposto na Instrução também se aplique à adoção de processos inovadores em atividades regulamentadas. Entende que tal medida poderia viabilizar captações de recursos por empresas de pequeno e médio porte sem a intermediação de instituição financeira, em linha com a promoção de ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação do acesso do público a produtos e serviços do mercado de valores mobiliários, nos termos da alínea “c” do inciso IV do art. 2º.

B3 sustenta que a CVM havia inclusive manifestado interesse nesse sentido, ao incluir, em sua agenda regulatória de 2019, a intenção de desenvolver alternativas para “(...) *abarcas companhias de menor porte, com regulamentação diferenciada, de forma a estimular e promover a entrada de mais empresas no mercado*”.

Conforme já abordado neste relatório, o **sandbox** regulatório tem o escopo de promover inovações em atividades regulamentadas, sejam elas exercidas por quem ainda não é formalmente um regulado da CVM, sejam elas exercidas por quem já é. Vale dizer, ainda, que o **sandbox** abarca o exercício de atividades reguladas e não a situação de emissores, que não oferecem produtos e serviços para clientes e investidores.

Cescon, Barriau sugere que CVM considere constituir um canal consultivo permanente para orientação regulatória sobre o **sandbox**, tal como um endereço de e-mail institucional dedicado. Informa que a prática é adotada pela FCA e pela MAS, e teria respaldo no comando do art. 13 da Lei nº 6.385/76, segundo o qual CVM “*manterá serviço para exercer atividade consultiva ou de orientação junto aos agentes do mercado de valores mobiliários ou a qualquer investidor*”.

Os canais ordinários da CVM destinados a realizar atividade consultiva e de orientação junto aos agentes de mercado de valores mobiliários, ou a qualquer outro tipo de consulente, poderão ser



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

utilizados para fornecer informações sobre o **sandbox**, inclusive o **Fintech Hub**, já mencionado neste relatório.

Ressalte-se, ainda, a existência do novo inciso no art. 18, prevendo que CVM poderá criar uma seção de perguntas frequentes sobre o programa na seção de sua página na internet destinada à divulgação periódica de informações a respeito do andamento do **sandbox** regulatório.

3. Demais considerações sobre a Minuta de Instrução

ABIPAG estimula que a CVM envolva outros reguladores e autoridades estatais que possam contribuir para o debate e para a implementação do **Sandbox** Regulatório no Brasil. Cita, a título de exemplo, a coordenação que deveria haver entre CVM, Banco Central e Susep com a finalidade de avaliar corretamente os riscos sistêmicos e evitar vácuos regulatórios nos casos de participantes que sejam instituições financeiras, sociedades seguradoras e demais sociedades autorizadas a atuar simultaneamente no mercado de valores mobiliários e nos mercados sujeitos à fiscalização pelo Banco Central e pela Susep.

Cabe esclarecer que a coordenação entre os reguladores em torno da matéria ocorre desde que o projeto era apenas uma ideia, gestada no Grupo de Trabalho de **Fintech**, do Laboratório de Inovação Financeira, ideia essa que culminou na publicação do documento “Diretrizes gerais para constituição de **sandbox** regulatório”.

A norma contém dispositivo prevendo a possibilidade de interação com os demais reguladores em caso de atividades que perpassem a competência de mais de um regulador, bem como a possibilidade de recepcionar participantes que tenham se inscrito nos processos de admissão de outros reguladores.

ABIPAG também recomenda o envolvimento da Secretaria da Promoção da Produtividade e Advocacia da Concorrência (“SEPRAC”), sucessora da extinta Secretaria de Acompanhamento Econômico (“SEAE”) em matéria de advocacia da concorrência.

Segundo consta da manifestação da ABIPAG, a SEPRAC participa ativamente de processos normativos para avaliar e prevenir eventuais normas que possam comprometer a concorrência em



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

diversos mercados. A Associação alerta para a possibilidade de práticas ditas *inovações predatórias*, por parte de grandes agentes que historicamente dominam segmentos do mercado financeiro e de capitais, com o intuito de prejudicar a funcionalidade de serviços e produtos de concorrentes que dependem de serviços prestados por tais instituições.

ABIPAG entende que a SEPRAC poderia ser uma aliada no processo de implementação do **sandbox** regulatório em face dessa questão concorrencial mediante sugestões de aprimoramento ao texto normativo, ou como consultor ocasional quando da aprovação de modelos de negócio inovadores com potencial anticompetitivo.

Os comentários e sugestões apresentados pela SEPRAC podem ser consultados na página da CVM na internet destinada à Audiência Pública SDM n.º 05/2019. A parceria com a SEPRAC não foi prevista expressamente na minuta de Instrução, mas sua participação poderia se dar no âmbito das interações entre o Comitê de **Sandbox** e terceiros, previstas no art. 10 da Minuta, para fins da avaliação das propostas de participação em cada ciclo.

Bocater e Monteiro apresentam dados bibliográficos e considerações a respeito de dois critérios de classificação de **fintechs**, a saber: a) critério funcional, que segrega de acordo com a atividade desenvolvida (ex.: crédito, **crowdfunding**, meios de pagamento e gerenciamento financeiro); e b) critério de modelo de negócio, que leva em conta a forma como o negócio auferir receitas. Os escritórios sugerem que as **fintechs** sejam classificadas *ex ante*, com base no critério de modelo de negócios, assim como que o Comitê de **Sandbox** classifique as candidatas com base no critério funcional quando da análise das propostas, permitindo uma análise setorial mais acurada.

A CVM reconhece os benefícios que uma classificação potencialmente poderia oferecer para a seleção e monitoramento das **fintechs**, notadamente a possibilidade de calibrar a regulação das **fintechs** em função de sua classificação. Entretanto, considerando que tal espécie de classificação pode eventualmente ser um critério a ser utilizado na seleção das candidatas a ingressar no **sandbox**, não parece conveniente e oportuno à Comissão que tal classificação seja desde já mandatória, prevista em norma. Desse modo, a sugestão não foi acatada.

MD8 acredita que alguns riscos poderiam ser abordados de forma mais adequada na Instrução, a saber: (i) risco de falha na configuração e aplicação das salvaguardas pactuadas, que poderiam ensejar responsabilização ao participante ou até ao Regulador, caso clientes 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

participantes do mercado sejam prejudicados; (ii) riscos decorrentes da disponibilização para todo o mercado dos produtos e serviços que tiverem sido aprovados nos testes, que passarão a alcançar novos clientes e possivelmente atrair a entrada de novos participantes no mercado; e (iii) risco de boas ideias fracassarem nos testes caso não haja interação suficiente entre reguladores e participantes de mercado, ou supervisão especial nesse sentido.

Os riscos que forem identificados nas propostas serão endereçados por meio da imposição de limites, condições e salvaguardas desenhados para cada caso específico, e o monitoramento de cada projeto acompanhará a observância de tais mitigadores de riscos e o desenvolvimento do modelo de negócio inovador como um todo. As sugestões não foram acatadas porque a CVM não considerou conveniente e oportuno elencar exemplos de riscos na Instrução.

Pinheiro Neto sugere que seja criada uma seção de perguntas e respostas (“FAQ”) a respeito das principais diretrizes do **sandbox** e do processo de seleção, a ser abrigada em alguma seção do endereço eletrônico da CVM ou publicado em documento eletrônico, em linha com iniciativas adotadas pela FCA e pela MAS. O FAQ serviria para esclarecer pontos que possam suscitar dúvidas a respeito, por exemplo, dos critérios de elegibilidade do art. 5º, bem como apresentar os principais indícios de que o proponente seria ou não elegível.

Conforme comentado no item 2.17, a sugestão foi parcialmente acatada por meio da inclusão de novo inciso no art. 18, prevendo que a CVM poderá criar uma seção de perguntas frequentes sobre o **sandbox** na seção de sua página na internet destinada à divulgação periódica de informações a respeito do andamento do **sandbox** regulatório.

SEPRAC pontua que o edital de Audiência Pública só explorou em detalhe o modelo de **sandbox** da FCA, ainda que tenha citado outras experiências internacionais. Entende que foram apenas apresentadas iniciativas consideradas como bem-sucedidas, e sugere que a CVM apresente os argumentos e análises quantitativas daqueles que são críticos dos **sandboxes** regulatórios e que apontem os riscos financeiros e de regulação envolvidos, de forma a evitá-los ou mitigá-los na experiência brasileira.

A CVM vem acompanhando as experiências internacionais e os estudos relacionados ao tema, podendo reavaliar a iniciativa a partir de novas evidências, publicações e das experiências práticas.



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

SEPRAC aponta que pode haver uma possível fragilidade no aspecto concorrencial do modelo de **sandbox** proposto. Recupera afirmação presente no Edital de Audiência Pública de que “ao final de cada ciclo do **sandbox**, a CVM avaliará a pertinência e oportunidade de editar ato normativo que conceda dispensas similares a todas as pessoas registradas, ou que pretendam obter registro junto à CVM, para desempenhar a mesma atividade regulamentada”.

SEPRAC nota que tal medida não está contemplada na Minuta propriamente dita, portanto acredita que deveria ser esclarecido como se dará o processo de extensão das dispensas às demais empresas que atuem em atividades semelhantes para que não sejam criadas assimetrias regulatórias e desincentivos à competição.

O processo de extensão de dispensas às demais empresas não é parte integrante do **sandbox**, e sim uma possível decorrência das experiências vivenciadas no **sandbox**. Conforme explicitado no edital, o **sandbox** também será um espaço de aprendizado e experimentação para o regulador, que poderá vir a concluir que determinados requisitos regulatórios positivados em seus atos normativos podem ser flexibilizados ou suprimidos sem prejudicar o bom funcionamento do mercado e a proteção dos investidores.

Caso a CVM construa entendimento nesse sentido, os mecanismos para extensão do benefício a todo o mercado seguem os mesmos que já são utilizados pela Autarquia, tais como a edição de ofícios circulares, de deliberações ou por meio de audiências públicas para alteração normativa.

4. Proposta definitiva de Instrução

A proposta definitiva de Instrução, incorporando as sugestões acatadas, segue anexa ao presente relatório.

5. Fluxograma

O fluxograma com representação esquemática do processo de admissão de participantes ao **sandbox** da CVM segue anexo ao presente relatório.



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

Rio de Janeiro, 15 de maio de 2020.

(Original assinado por)

ANTONIO CARLOS BERWANGER

Superintendente de Desenvolvimento de Mercado