



CAMILA LEMOS SILVA

**PONDERAÇÕES ACERCA DO *SANDBOX* REGULATÓRIO
INSTITUÍDO PELA RESOLUÇÃO CVM Nº. 29/2021 ENQUANTO
INSTRUMENTO REGULADOR**

LAVRAS-MG

2023

CAMILA LEMOS SILVA

**PONDERAÇÕES ACERCA DO *SANDBOX* REGULATÓRIO INSTITUÍDO PELA
RESOLUÇÃO CVM Nº. 29/2021 ENQUANTO INSTRUMENTO REGULADOR**

Artigo científico apresentado pela aluna Camila Lemos Silva à disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso III da graduação em Direito da Faculdade de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal de Lavras, como um dos requisitos para obtenção do grau de bacharelado em Direito.

Profa. Dra. Fernanda Valle Versiani.
Orientadora

**LAVRAS-MG
2023**

CAMILA LEMOS SILVA

**PONDERAÇÕES ACERCA DO *SANDBOX* REGULATÓRIO INSTITUÍDO PELA
RESOLUÇÃO CVM Nº. 29/2021 ENQUANTO INSTRUMENTO REGULADOR**

**CONSIDERATIONS ABOUT THE REGULATORY *SANDBOX* INSTITUTED BY
CVM RESOLUTION Nº. 29/2021 AS A REGULATORY INSTRUMENT**

Artigo científico apresentado pela aluna Camila Lemos Silva à disciplina de Trabalho de Conclusão de Curso III da graduação em Direito da Faculdade de Ciências Sociais Aplicadas, da Universidade Federal de Lavras, como um dos requisitos para obtenção do grau de bacharelado em Direito.

APROVADO em 16 de fevereiro de 2023
Prof. Dr. Fellipe Guerra David Reis

Profa. Dra. Fernanda Valle Versiani.
Orientadora

**LAVRAS-MG
2023**

RESUMO

Pretendeu-se, neste trabalho, avaliar o *sandbox* instituído pela Resolução CVM nº. 29/2021 enquanto uma escolha regulatória, fazendo-o através da comparação entre o *sandbox* e duas tendências regulatórias: a desestatização das funções regulatórias e a Análise de Impacto Regulatório. Para tanto, partiu-se da conceituação do Direito Regulatório como um todo e do seu expoente no Mercado de Capitais brasileiro, a Comissão de Valores Mobiliários; além da exposição das tendências regulatórias mencionadas, bem como da abordagem dos termos da Resolução CVM nº. 29/2021. Ao final, conclui-se que *sandbox* é uma medida regulatória que denuncia a valorização da AIR, assim como o reconhecimento estatal de sua insuficiência em regular, satisfatória e precocemente, modelos de negócio inovadores.

Palavras-chave: Direito Regulatório. *Sandbox* regulatório. Análise de Impacto Regulatório. Heterorregulação. Autorregulação. Desestatização das funções reguladoras.

ABSTRACT

In this paper, we intended to evaluate the sandbox instituted by CVM Resolution No. 29/2021 as a regulatory choice by comparing the sandbox and two regulatory trends: the destatization of regulatory functions and the Regulatory Impact Analysis. To do so, we started with the conceptualization of Regulatory Law as a whole and its exponent in the Brazilian Capital Market, the Brazilian Securities and Exchange Commission (CVM); in addition to the exposure of the regulatory trends mentioned, as well as the approach to the terms of CVM Resolution 29/2021. In the end, it is concluded that sandbox is a regulatory measure that denounces the appreciation of RIA, as well as the state recognition of its insufficiency in regulating, satisfactorily and early, innovative business models.

Keywords: Regulatory law. Regulatory sandbox. Regulatory Impact Analysis. Heteroregulation. Autoregulation. Destatization of regulatory functions.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO.....	6
2. DIREITO REGULATÓRIO.....	6
3. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS.....	9
4. A DESESTATIZAÇÃO DE FUNÇÕES REGULATÓRIAS.....	11
5. A ANÁLISE DE IMPACTO REGULATÓRIO (AIR).....	13
6. O <i>SANDBOX</i> REGULATÓRIO.....	15
6.1. Conceito.....	15
6.2. A RESOLUÇÃO CVM Nº. 29/2021.....	17
6.2.1. Histórico.....	17
6.2.2. Visão Global da Resolução.....	17
6.2.3. Objetivos.....	19
6.2.4. Funcionamento.....	19
6.2.5. Aplicação da Resolução.....	21
7. O <i>SANDBOX</i> FRENTE ÀS TENDÊNCIAS REGULATÓRIAS.....	24
7.1. O <i>sandbox</i> e a desestatização das funções regulatórias.....	24
7.2. O <i>sandbox</i> e a Análise de Impacto Regulatório (AIR).....	25
8. CONCLUSÃO.....	25
9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	26

1. INTRODUÇÃO

O presente trabalho trata da medida regulatória criada pela Resolução CVM nº. 29/2021, que instituiu o *sandbox* regulatório para o âmbito do mercado de capitais brasileiro como uma resposta à necessidade de regular modelos de negócio inovadores. O *sandbox*, como proposto pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), criou um ambiente regulatório experimental no qual as entidades participantes são autorizadas, por tempo determinado, a exercerem suas atividades com dispensas regulatórias, porém ainda sob a supervisão e monitoramento da CVM.

A partir disso, e das características do *sandbox*, é possível observar que o órgão regulador optou, com a implementação desta medida regulatória, não regular precocemente modelos de negócios inovadores e incipientes, ou, no mínimo, não submetê-los à observância de normas que foram criadas para serem aplicadas a outras realidades e situações, o que poderia inviabilizar o exercício da atividade empresária, prejudicando e atrasando a economia como um todo. Desta feita, é certo que tal escolha foi precedida e condicionada a diversos fatores e tendências, de forma que se pergunta: por que, do ponto de vista regulatório, foi escolhido esse caminho?

Ainda, se tratando de uma ferramenta regulatória inovadora e incipiente no Brasil, pretende-se compreender a faceta regulatória do *sandbox*, a fim de que se possa avaliar a opção estatal pela instituição do *sandbox*.

Para tanto, a medida regulatória será relacionada com outras tendências regulatórias, como a desestatização das funções regulatórias e a Análise de Impacto Regulatório, para, ao fim, tentar compreender o porquê da escolha pelo Estado por essa abordagem regulatória. Tais conceitos são relevantes e importantes para a presente pesquisa, pois se pretende avaliar a Resolução CVM nº. 29/2019 como ferramenta regulatória e, especificamente, discutir se esta pode ser classificada como uma norma de heterorregulação propriamente dita.

O trabalho será dividido em sete tópicos, além desta introdução. Os primeiros cinco tópicos serão destinados à contextualização e conceituação, sendo abordado o Direito Regulatório e o seu expoente no Mercado de Capitais, a exposição das tendências regulatórias usadas para avaliar o *sandbox* enquanto medida regulatória, a apresentação dos *sandboxes* e dos termos da Resolução CVM nº. 29/2021. Em seguida, o *sandbox* enquanto medida regulatória é contraposto às tendências regulatórias. Por fim, o último tópico traz as conclusões sobre o assunto.

2. DIREITO REGULATÓRIO

A fim de que se possa compreender a medida regulatória tema do presente trabalho é necessário que, antes, se compreenda, mesmo que brevemente, o direito regulatório e a regulação em si.

Em breves linhas, o Direito Regulatório é a seara do Direito que se dedica a estudar a regulação, termo este definido por Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 28) como a atividade estatal “de adequação da atividade econômica aos interesses da coletividade.”

Ainda, é válido transcrever uma segunda e mais completa definição dada pelo mesmo autor, que define a regulação estatal como:

o conjunto de medidas legislativas, administrativas, convencionais, materiais ou econômicas, abstratas ou concretas, pelas quais o Estado, de maneira restritiva da autonomia empresarial ou meramente indutiva, determina, controla ou influencia o comportamento dos agentes econômicos, evitando que lesem os interesses sociais definidos no marco da Constituição e os orientando em direções socialmente desejáveis. (ARAGÃO, 2013, p. 40)

A História mundial e brasileira, especificamente, foi marcada por diversos momentos de intervenção do Estado na economia, isto é, pode-se dizer que a regulação da atividade econômica seguiu diferentes tendências ao longo dos anos. Alexandre Santos de Aragão (2013), ao traçar tal linha histórica remete o início da atuação do Estado na economia ao feudalismo e ao surgimento dos primeiros burgos. Contudo, para fins do presente trabalho, a abordagem histórica se limitará a abordar o período posterior ao surgimento global do Estado Democrático de Direito, justamente por ter sido um período marcado pelo “aumento da intervenção direta ou indireta do Estado na sociedade e particularmente na economia” (ARAGÃO, 2013, p. 63).

Assim, o surgimento e consolidação do Estado Democrático de Direito e até meados dos anos 80 foi marcado por um modelo de atuação do Estado “fortemente interventivo e redistributivo”, no qual o Estado “tomou para si largos setores da economia, tais como os de transporte, comunicações, fornecimento de água, eletricidade, gás etc.” (ARAGÃO, 2013, p. 67).

Nessa esteira, com a crise do financiamento do Estado Democrático de Direito, marcada pela superação do modelo econômico Keynesiano e pelo surgimento do neoliberalismo, a intervenção do Estado na economia retraiu e foi sentida principalmente pela onda de privatizações, desestatizações e parcerias com o setor privado (ARAGÃO, 2013, p. 74). Contudo, a retirada do Estado de tais ambientes não foi total, ao passo em que as ondas de privatizações foram seguidas pelo surgimento das chamadas agências reguladoras que, como ensina Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 1), são:

órgãos e entidades dotadas de independência frente ao aparelho central do Estado [...], com especialização técnica e autonomia, inclusive normativa, capazes de direcionar as novas atividades sociais na senda dos interesses públicos juridicamente definidos.

No Brasil, as agências reguladoras surgiram mais fortemente a partir da década de 90, em razão principalmente da onda de privatizações, tanto é que na própria Constituição Federal de 1988¹ há diversos dispositivos que preveem tal intervenção estatal na economia, em especial o *caput* do artigo 174, que estatui o Estado como “agente normativo e regulador da atividade econômica”.

Contudo, em que pese a atividade reguladora ter se acentuado com a onda de privatizações do fim do século XX,

Não é correto supor que agência reguladora seja sinônimo de processo de privatização, e vice-versa. Autoridades com poderes de regulação existem para todos os setores, não só para os privatizados (mencionem-se os órgãos de defesa da concorrência e os voltados ao mercado financeiro). (SUNDFELD, 2000, p. 19)

Como é o caso da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), entidade responsável pela regulação do Mercado de Capitais², criada pela Lei 6.385 de 1976³ e responsável pela medida regulatória tema deste artigo, conforme especificado adiante.

Para o âmbito de atuação desta, ainda é necessário observar um outro marco histórico, qual seja, a crise mundial de 2008. Graças à crise de 2008, a regulação do Mercado de Capitais é tida, atualmente, como uma necessidade e um impulso; é necessária devido às lições aprendidas com as falhas regulatórias que precederam a crise econômica de 2008 e é impulsiva também em razão da crise mundial, devido ao ímpeto de regular nascido da insegurança pós-crise (YAZBEK e SILVA, 20, p.12).

¹ Frisa-se que a espécie de intervenção estatal, aqui mencionada, estabelecida e acentuada pela Constituição de 1988 é justamente a regulação praticada pelas agências reguladoras, vez que pode-se argumentar que outras espécies de intervenção foram mais presentes em constituições passadas.

² O enquadramento ou não da Comissão de Valores Imobiliários como uma agência reguladora, nos termos da definição de Alexandre Santos de Aragão exposta, é matéria de divergência doutrinária tratada adiante.

³ Relevante pontuar que antes da criação da Comissão de Valores Mobiliários, o Mercado de Capitais brasileiro já era regulado pelo Banco Central, porém após a crise brasileira dos anos 1970, em que ficou nítida a assimetria de informações e o abuso na atuação de alguns agentes do mercado, reforçando a ideia de substituí-lo por um órgão especializado, a CVM. (PRADO e MATTOS FILHO, 2012, p. 207)

Como afirmam Yazbek e Silva (20, p. 11), atualmente, a perspectiva da regulação do Mercado de Capitais brasileiro é bem mais pragmática⁴, justamente pelo entendimento majoritário de que, na prática, a regulação é necessária e que os esforços investigativos devem ser direcionados para a eficácia e qualidade dessa regulação.

É diante desta ótica de pragmatismo e de adequação da atividade econômica aos interesses da coletividade com que se deve tratar a regulação que a presente pesquisa se insere e investiga, qual seja, a Resolução CVM nº. 29/2021.

3. A REGULAÇÃO DO MERCADO DE CAPITAIS

Como abordado, a regulação é atividade estatal voltada para a adequação ou limitação da atuação dos agentes econômicos para que esta possa ornar com os interesses da coletividade. A regulação do Mercado de Capitais, por sua vez, é realizada pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM). A partir da sua criação pela Lei nº. 6.385/1976, a CVM passou a ser o órgão da Administração Pública com competência normativa, punitiva e fiscalizadora a ser exercida sobre o Mercado de Capitais, enquanto restou ao Banco Central a gerência sobre os demais mercados que compõem o Mercado Financeiro brasileiro – o Mercado Cambial, o Mercado Monetário e o Mercado Creditício (EIZIRIK et al., 2008, p. 241).

Como o próprio nome do órgão indica, o conceito de valor mobiliário, contido no art. 2º da Lei nº 6.385/1976, baliza a competência da CVM. Neste ponto, é importante ressaltar, ainda que brevemente, a evolução do conceito de valores mobiliários no ordenamento jurídico brasileiro. Com isso, como ensina Eizirk et al. (2008, p. 53), até a edição da Medida Provisória nº 1.637, de 1998, mais tarde convertida na Lei nº. 10.198/2001, o legislador brasileiro havia preferido não conceituar o que seriam os valores mobiliários. Mas, apenas os enumerar e, com o passar dos anos e a evolução do mercado financeiro, foram editadas várias outras medidas legislativas para incluir novas modalidades de valores mobiliários.

⁴ Os autores citados ressaltam como os debates acerca da regulação do mercado eram focados, especialmente, sobre se deveria ou não existir regulação. Atualmente, o surgimento de tecnologias como a *block-chain*, as criptomoedas e inúmeras outras iniciativas que delas derivam, têm, mais uma vez, trazido à tona discussões sobre a necessidade de haver intervenção estatal nos mercados criados a partir dessas tecnologias, vez que são popularmente conhecidas por serem descentralizadas e, supostamente, seguras na sua própria forma de criação.

Os próprios empreendimentos alvo da Resolução CVM nº. 29/2021, aqui em foco, se encaixam no cenário descrito, sendo frutos de tecnologias disruptivas pouco ou nada reguladas, mas que têm grande potencial de atrair a poupança popular e impactar a economia do país como um todo, sendo, portanto, extremamente relevante e necessário que o Estado os acompanhem de perto.

Nesse sentido, a Lei nº 10.198/2001 constituiu importante marco no mercado de capitais brasileiro, ao conferir uma acepção abrangente aos valores mobiliários, mediante adaptação, ao nosso sistema legal, do conceito de *security* do direito norte-americano, tal como entendido pela jurisprudência dos tribunais. (EIZIRIK et al., 2008, p. 54)

O conceito de valor mobiliário, então, foi construído inspirado no conceito de *security* dado pelo *Howey Test*, segundo a qual *security* é o “investimento em dinheiro em um empreendimento comum, no qual a expectativa de lucros depende unicamente dos esforços de terceiros” (EIZIRIK et al., 2008, p. 32). De modo que o art. 2º, inciso IX, da Lei nº. 6.385/1976,⁵ passou a prever uma redação mais abrangente para os valores mobiliários, em linha com aquele conceito adotado no mercado estadunidense.

Conceituado o que são os valores mobiliários, passa-se à competência da CVM⁶, a qual inclui aquelas funções que se esperam de um órgão regulador, como as funções normativa, preventiva, fiscalizadora e sancionatória; havendo também, uma quinta função de extrema relevância para o presente trabalho, que é a de fomento ao Mercado de Capitais brasileiro, entendendo-se, por exemplo, que a regulação deve sempre acontecer com parcimônia e visar o fomento do mercado, não sendo uma ou outra função absoluta ou superior a outra.

Em suma, a CVM exerce ativamente a regulação do Mercado de Capitais⁷, sendo uma expoente da atividade estatal de adequação da atividade econômica aos interesses da

⁵ Art. 2º São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei: (...)

IX - quando ofertados publicamente, quaisquer outros títulos ou contratos de investimento coletivo, que gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros.

⁶ Mais especificamente, segundo o art. 1º da Lei 6.385/1976, cabe à CVM disciplinar e fiscalizar: (i) as atividades de emissão, distribuição, negociação e intermediação de valores mobiliários, (ii) a negociação e intermediação no mercado de derivativos; (iii) a organização, o funcionamento e as operações das Bolsas de Valores e das Bolsas de Mercadorias e Futuros; (iv) a administração de carteiras e a custódia de valores mobiliários; (v) a auditoria das companhias abertas; e (vi) os serviços de consultor e analista de valores mobiliários.

⁷ A denominação genérica dada à CVM de órgão regulador advém da divergência doutrinária acerca de sua qualificação ou não como agência regulatória.

Para Eizirik et al. (2008, p. 242), desde a edição da Lei nº 10.411/2002, que alterou especialmente o art. 5º da Lei nº 6.385/1979 para qualificar a CVM como a “entidade autárquica em regime especial, vinculada ao Ministério da Fazenda, com personalidade jurídica e patrimônio próprios, dotada de autoridade administrativa independente, ausência de subordinação hierárquica, mandato fixo e estabilidade de seus dirigentes, e autonomia financeira e orçamentária”, a autarquia ganhou o status de agência reguladora, pois teria a autonomia e independência para tanto. Contudo, para Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 321), mesmo com a alteração trazida pela Lei nº 10.411/2002, a CVM poderia ser considerada apenas como uma entidade similar e uma agência reguladora, isso porque, segundo o autor, para ser considerada uma agência reguladora é preciso que o órgão goze de

coletividade – coletividade esta na qual se inserem uma série de personagens heterogêneos, como os grandes *players* do mercado, empreendimentos de todos os portes em busca de financiamento e pessoas físicas que se beneficiam tanto individualmente, a partir da sua atuação no Mercado de Capitais, quanto do estímulo da economia como um todo.

Percebe-se, portanto, que a tarefa da CVM de conciliar todas suas funções e todos os interesses dos agentes inseridos no Mercado de Capitais não é nada fácil, cenário em que iniciativas regulatórias como o *sandbox* regulatório são muito bem-vindas.

4. A DESESTATIZAÇÃO DE FUNÇÕES REGULATÓRIAS

Como visto até aqui, a CVM é órgão governamental responsável por regular o Mercado de Capitais no Brasil, é, portanto, quem exerce a heterorregulação desse sistema.

Conveniu-se chamar de heterorregulação, como aponta Francisco Defanti (2018, p. 156), a atividade regulatória desenvolvida por órgãos e entidades integrantes da estrutura estatal, uma vez que a atividade regulatória pode e é também exercida por entidades privadas. Tal fenômeno é conhecido como desestatização ou descentralização das funções regulatórias por Gustavo Binembojm (2016, p. 298), que explica que “à vista do ideal pragmático de eficiência reguladora, a potestade estatal perde o status de fonte exclusiva do poder de polícia, ao menos em ambientes econômicos mais complexos e dinâmicos”. Assim, a atividade regulatória não se limita à iniciativa do Estado, admitindo-se a adoção de estratégias alternativas de regulação (DEFANTI, 2018, p. 157).

É a partir dessa concepção de regulação descentralizada que surge a figura da autorregulação “que pode ser compreendida, de forma singela, como um sistema privado de conformação jurídica de comportamentos e condutas de atores e atividades de relevo público, que funcionam em paralelo ou em complemento ao modelo clássico de regulação estatal” (MOREIRA, 1997 apud DEFANTI, 2018, p. 157). É a autorregulação, portanto, o modelo regulatório consistente na “cooperação voluntária entre os particulares, no sentido de erigir códigos de conduta sob a forma de *soft law* ou outros mecanismos aptos a conformar o seu comportamento a objetivos de interesse social”. (BINENBOJM, 2016, p. 301)

autonomia funcional e de autonomia orgânica; e, para Alexandre, o fato de contra as decisões sancionadoras da CVM ser cabível recurso para o Conselho de Recursos do Sistema Financeiro, órgão interno do Ministério da Fazenda, como estipula o §4º do art. 11 da Lei nº 6.385/1976, minaria a autonomia funcional da CVM, impedindo-a de receber o status de agência reguladora. Fato é que, ainda que possa se considerar que a autarquia não ostente o status de agência reguladora, o próprio Alexandre Santos de Aragão a denomina como agência reguladora equiparada.

A autorregulação aqui definida, portanto, parte dos próprios particulares, sem que haja delegação ou chancela de tal poder a estes pelo Estado, como pontua Alexandre Santos de Aragão (2013, p. 33):

Distinta é a situação em que a autorregulação é espontaneamente exercida por associações privadas sem a delegação estatal. Aqui e alhures há os conhecidos exemplos da autorregulamentação publicitária e dos selos de qualidade criados pelas associações dos produtores de determinados produtos. Nestes casos estamos diante do fenômeno da autorregulação privada, decorrente do exercício associativo da autonomia da vontade, ou do que alguns chamam, nos casos em que tiver sido precedida de uma regulação estatal não mais existente, de rerregulação, no sentido de que a regulação teria deixado de ser estatal para ser privada.

São muitas as justificativas para o surgimento da autorregulação, sendo possível citar, conforme Binenbojm (2016, p. 300): (i) quando a presença do Estado se mostra contraproducente, apresentando mais riscos do que benefícios; (ii) os elevados custos de observância das heterorregulação, ou a perda de eficiência econômica; (iii) os custos sociais gerados pelo repasse dos custos de observância; (iv) a assimetria de informações existentes entre reguladores e os agentes regulados que compromete a qualidade e a eficácia da regulação estatal e estimula a inflação regulatória. Assim, com o conhecimento técnico e do mercado que só a exploração do negócio proporciona,

[...] os agentes econômicos despendem menores esforços para a formulação, interpretação e implementação das normas provenientes da autorregulação, o que resulta, via de regra, em custos mais baixos e maior eficiência regulatória. De outro lado, tal cenário favorece a maior flexibilidade do modelo e sua mais célere adaptação a mutações econômicas, sociais ou tecnológicas. (BINENBOJM, 2016, p. 301)

Tais fatores são ainda mais relevantes quando trazidos para o âmbito da presente pesquisa, pois o Mercado de Capitais, assim como o Mercado Financeiro como um todo, é um setor que vem sendo massivamente afetado pelo avanço tecnológico, o que dificulta a produção célere e eficaz de normas regulatórias, restando aos agentes regulados, no mínimo, participarem do processo de criação das normas regulatórias, em vista do ideal pragmático da produção regulatória.

Desta feita, segundo Gustavo Binenbojm (2016, p. 301), a autorregulação e a heterorregulação estatal se entrelaçam por representarem os dois extremos da gradação

regulatória, entre os quais surgem arranjos institucionais híbridos de regulação⁸ conforme as necessidades, interesses e experiências dos regulados e dos reguladores.

Tais conceitos são relevantes e importantes para a presente pesquisa, pois se pretende avaliar a Resolução CVM nº. 29/2019 como ferramenta regulatória e, especificamente, discutir entre qual destes extremos, heterorregulação e autorregulação, o *sandbox* se encontraria.

5. A ANÁLISE DE IMPACTO REGULATÓRIO (AIR)

Como visto, a regulação é o meio pelo qual o Estado intervém e modela a atuação dos agentes econômicos a fim de promover aumento da eficiência, de segurança, crescimento econômico e ganhos de bem-estar social. A regulação, contudo, se mal manejada ou:

[...] se utilizada de modo arbitrário e desproporcional, pode gerar efeitos nocivos substanciais aos mercados e à sociedade como um todo, tais como: aumento do preço dos produtos ou serviços, queda de investimentos, barreiras à entrada barreiras à inovação, altos custos de conformidade ao setor regulado, aumento dos riscos e distorções de mercado. (GOVERNO FEDERAL, 2018, p. 23)

Assim, dependendo de seu manejo, a “regulação pode se transformar em obstáculo para que sejam atingidos os objetivos de bem-estar social e econômico para os quais ela foi desenhada” (GAETANI e ALBUQUERQUE, 2009, p. 191) e, portanto, só deve ser criada quando sua existência é justificada.

A comunidade internacional, reconhecendo as consequências e os custos da má regulação, vem depositando esforços na criação de estratégias e na implementação de mecanismos e ferramentas para promover a melhoria da qualidade e do desempenho regulatório (GOVERNO FEDERAL, 2018, p. 23), para que, como mencionado anteriormente, a necessidade e o impulso de regular possam ser harmonizados.

Foi diante desses esforços, de construir uma regulação melhor e mais eficaz, que a Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) propôs a

⁸ Sobre tais arranjos híbridos, o autor exemplifica a autorregulação regulada e a corregulação, sendo o primeiro gênero e o segundo espécie. A autorregulação regulada “designa o conjunto de arranjos em que a ordenação é exercida predominantemente por entidades privadas, com variações entre si quanto à forma, momento e intensidade em que se perfaz o controle ou a supervisão estatal” (BINENBOJM, 2016, p. 302); enquanto a corregulação é o modelo regulatório “fundado na divisão de tarefas e responsabilidades entre o Estado, agentes regulados e partes interessadas, cuja concretização se dá, formalmente, por meio de delegação de tarefas pelo Poder Público, mediante fixação de parâmetros sob controle estatal”, o autor destaca ainda que, no arranjo que chama de corregulação, “há divisão mais ou menos equânime de tarefas e responsabilidades entre o Estado e o regulador privado” (BINENBOJM, 2016, p. 301).

implementação da chamada Análise de Impacto Regulatório, ou AIR, que postula sobre “processos integrados de avaliação dos custos (aí incluídos os custos de observância) e dos benefícios de determinada regulação, já vigente ou proposta” (YAZBEK e SILVA, 2018, p. 13).

Assim, como ensinam Yazbek e Silva (2018, p. 13):

A análise de impacto regulatório nada mais é, assim, que a avaliação dos efeitos prováveis de uma nova regulação ou de reformas regulatórias, funcionando como um instrumento para enfrentar problemas e fornecer soluções que tenham por base conclusões obtidas, preferencialmente, a partir de dados empíricos. Ela permite estimar as consequências de decisões regulatórias, pelo questionamento de seus custos, benefícios e da efetividade das medidas consideradas (isto é, da capacidade que elas têm de alcançar os objetivos almejados), bem como pela verificação das alternativas existentes (que podem, inclusive, passar por uma decisão de não regular).

A AIR, portanto, tem um enorme potencial de legitimar e embasar o processo decisório do regulador, sendo útil para se medir os efeitos de uma regulação tanto antes da edição da norma, quanto para avaliar aquelas já vigentes. (YAZBEK e SILVA, 2018, p. 13)

Em última instância, portanto, o objetivo da AIR é aprimorar o debate e as decisões regulatórias e, principalmente, o conteúdo da regulação que deles resulta. Ela busca propiciar maior coerência e tecnicidade à regulação, conferir maior eficiência e previsibilidade às decisões regulatórias, contribuir para a melhoria contínua do resultado da intervenção reguladora e aumentar a transparência e a compreensão do processo regulatório como um todo. Com isso, ela permite um maior envolvimento dos regulados e da sociedade nos debates, ao mesmo tempo em que melhora a percepção de legitimidade da intervenção estatal e aumenta a possibilidade de seu cumprimento voluntário pelos regulados.

No Brasil, a AIR foi internalizada e mencionada enquanto política pública, em um primeiro momento, por meio do guia Diretrizes Gerais e Guia Orientativo para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório – AIR lançado por meio do Governo Federal em junho de 2018. Mais tarde, a prática passou a ser positivada por meio de duas leis, a Lei nº.13.848/2019 (Lei das Agências Reguladoras)⁹ e a Lei nº. 13.874/2019 (Lei da Liberdade Econômica)¹⁰.

⁹ A Lei nº 13.848/2019 prevê em seu art. 6º:

“Art. 6º. A adoção e as propostas de alteração de atos normativos de interesse geral dos agentes econômicos, consumidores ou usuários dos serviços prestados serão, nos termos de regulamento, precedidas da realização de Análise de Impacto Regulatório (AIR), que conterá informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo.”

¹⁰ A Lei nº 13.874/2019 prevê em seu art. 5º:

A AIR, portanto, destina-se a promover um ambiente mais favorável à concorrência, ao investimento e ao comércio internacional, sem esvaziar a legítima atuação governamental. (YAZBEK e SILVA, 2018, p. 13)

No âmbito da presente pesquisa, cabe mencionar que a CVM enquanto agência reguladora ou entidade autárquica especial, a depender da corrente doutrinária, se submete aos ditames da Lei nº.13.848/2019 – por previsão do art. 2º, parágrafo único – e também da Lei nº 13.874/2019, devendo, portanto, aplicar AIR no seu processo regulatório, o que a autarquia vem fazendo especialmente a partir da revisão de seu arcabouço regulatório e das chamadas consultas públicas, abertas antes da edição de novas normas.

A Resolução CVM nº. 29/2021 foi editada após a internalização da AIR no Brasil e, como será visto adiante, pretende-se avaliar a própria normativa frente ao conceito de AIR, de modo a investigar, especialmente, se o sistema de *sandbox* regulatório respeita as diretrizes da Análise de Impacto Regulatório.

6. O *SANDBOX* REGULATÓRIO

6.1. Conceito

O *sandbox* regulatório é, em linhas gerais, um arranjo regulatório desenvolvido em jurisdições estrangeiras para regular ou, ao menos supervisionar, a atuação de modelos de negócios inovadores, principalmente, aqueles baseados em novas tecnologias, cuja adequação ao arcabouço regulatório vigente seja inviável e/ou cuja atividade ainda não seja regulada.¹¹

Em tradução livre *sandbox* significa "caixa de areia", remetendo a um espaço delimitado no qual, ao mesmo tempo, a regulação é mais permissiva ou menos limitante, mas a atuação dos agentes do mercado é supervisionada de perto pelos reguladores – experimentação estruturada é a expressão adotada por Zetzche et. al (2017).

“Art. 5º. As propostas de edição e de alteração de atos normativos de interesse geral de agentes econômicos ou de usuários dos serviços prestados, editadas por órgão ou entidade da administração pública federal, incluídas as autarquias e as fundações públicas, serão precedidas da realização de análise de impacto regulatório, que conterà informações e dados sobre os possíveis efeitos do ato normativo para verificar a razoabilidade do seu impacto econômico.”

¹¹ Conforme pontua Coutinho Filho (data, p. 270), a emergência de novas tecnologias e a aplicação destas em produtos e soluções do Mercado Financeiro confunde, na maioria das vezes, regulador e regulado, vez que é difícil enquadrá-los nos serviços financeiros clássicos, provocando as chamadas zonas cinzentas, “nas quais não é possível determinar com precisão os limites regulatórios de cada atividade – i.e., quando a atividade estará dentro da competência regulatória e como ela deverá se enquadrar dentro desse perímetro”.

Adiante, é válido expor três diferentes definições atribuídas ao *sandbox* regulatório, a fim de que possamos traçar no que convergem ou divergem umas das outras.

Em tradução livre, Zetzche et. al (2017, p. 64) expõem que:

[...] um *sandbox* regulatório se refere a um ' lugar [regulatório] seguro' para instituições financeiras inovadoras e atividades baseadas em tecnologia. No seu nível mais básico, o *sandbox* cria um ambiente para empreendimentos testarem produtos com menor risco de serem “punidos” pelo regulador por não observância. Em troca, reguladores exigem que os candidatos adotem salvaguardas para isolar o mercado dos riscos de seus negócios inovadores.

Já as autoridades europeias voltadas para o Mercado Financeiro, chamadas em conjunto de *European Supervisory Authorities* (ESAs), inserem em seu relatório “*FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*”, os *sandboxes* na categoria que nomeiam de “Facilitadores de Inovação”¹², em tradução livre, definindo-os como (2020, p. 16):

Um *sandbox* regulatório é um esquema estabelecido por uma autoridade que concede a entidades reguladas e não reguladas a oportunidade de testar, nos termos de um plano acordado e monitorado por um órgão dedicado da autoridade relevante, produtos ou serviços inovadores, modelos de negócio, ou mecanismos de entrega relacionados à execução de serviços financeiros.

Por fim, Coutinho Filho (2018, p. 266) conceitua o *sandbox* como um:

[...] novo instrumento de regulação, utilizado com a finalidade de promover a evolução de novas tecnologias no mercado financeiro. Trata-se da regulação “sandbox” (ou caixa-de-areia, numa tradução literal). [...] Esse regime consiste em uma autorização temporária dada pelos reguladores financeiros para que empresas inovadoras (selecionadas por meio de um processo seletivo) sejam autorizadas a conduzir seus negócios dentro de um regime regulatório mais flexível, desde que obedeçam a parâmetros previamente acordados junto ao regulador.

Diante do exposto, pode-se concluir como característica geral dos *sandboxes* o fato de que estes constituem um ambiente regulador mais flexível, porém ainda controlado, no qual novos serviços ou modelos de negócios podem ser testados. No entanto, assim como pontua Coutinho Filho (2018, p. 267), não se pode tratar os *sandboxes* como um conceito unívoco, pois seus traços mais específicos diferem a depender da jurisdição em que estão inseridos e no modo como a flexibilização regulatória é definida pelo regulador, podendo ser por “meio de

¹² Segundo o relatório, tais Facilitadores de Inovação são iniciativas adotadas pelas autoridades europeias para facilitar a inovação financeira, classificação essa compartilhada pelos *sandboxes* regulatórios com os chamados Hubs de Inovação.

dispensa de observância de determinadas regras pelo participante, pela concessão de um regime de registro especial a ele ou, mesmo, pela determinação de que o participante não estará sujeito a sanções no exercício de sua atividade.”

Segundo Zetzche et. al (2017), até primeiro de agosto de 2017, existiam iniciativas de criação, implementação ou aplicação de *sandboxes* em vinte e oito países diferentes¹³, ausente dessa lista o Brasil visto que, à época, não havia iniciativas do tipo no país.

6.2. A RESOLUÇÃO CVM Nº. 29/2021

6.2.1. Histórico

A iniciativa de implementar um *sandbox* no âmbito do Mercado de Capitais brasileiro surgiu em 2019 quando a CVM publicou o Edital de Audiência Pública SDM nº. 05/2019, no qual foi disponibilizada aos agentes do mercado uma minuta da resolução regulamentadora do *sandbox*, bem como as instruções para participação dos agentes do mercado na audiência pública.

Em seguida, após o encerramento da audiência pública¹⁴, foi editada a Instrução CVM nº. 626 05/2020, estabelecendo o regime do *sandbox* regulatório. Contudo, esta foi substituída posteriormente pela Resolução CVM nº. 29/2021, porém sem que a norma original tenha sido alterada em nenhum ponto substancial, visto que apenas sua denominação e a redação de alguns verbos sofreram alterações.

6.2.2. Visão Global da Resolução

A Resolução CVM nº. 29/2021, no *caput*¹⁵ de seu art. 1º, apresenta uma definição de *sandbox* bem alinhada com aquela genérica apresentada no item 6.1. deste artigo, se referindo a este como um:

¹³ Os países, ou semelhantes, listados eram: Reino Unido, Hong Kong, Malásia, Singapura, Abu Dhabi, Austrália, Ilhas Maurícia, Holanda, Indonésia, Brunei, Canadá, Tailândia, Bahrein, Suíça, Taiwan, Japão, Estados Unidos da América, União Europeia, Irlanda, Noruega Dinamarca, China, Espanha, Suécia, México, Turquia, Arábia Saudita e Luxemburgo.

¹⁴ Audiência Pública SDM nº. 05/19 – Processo CVM SEI nº 19957.008843/2018-11.

¹⁵ “Art. 1º. A presente Resolução regula a constituição e o funcionamento de ambiente regulatório experimental (“*sandbox* regulatório”), em que as pessoas jurídicas participantes podem receber autorizações temporárias para testar modelos de negócio inovadores em atividades no mercado de valores mobiliários regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários.”

ambiente regulatório experimental [...], em que as pessoas jurídicas participantes podem receber autorizações temporárias para testar modelos de negócio inovadores em atividades no mercado de valores mobiliários regulamentadas pela Comissão de Valores Mobiliários.

A partir do art. 6º, II, da resolução¹⁶, entende-se que, quanto à flexibilização estabelecida para os participantes do *sandbox* da CVM, a autarquia optou por implementá-la por meio da dispensa da observância de determinados requisitos regulatórios pelos participantes. Ainda, pode-se dizer que a resolução, de certa forma, concede aos participantes um regime de registro especial, visto a necessidade de que a CVM autorize a atuação do agente por meio da edição de uma deliberação, como determina o art. 12, §1º, da resolução. É o entendimento sintetizado pelo art. 2º, II, da resolução:

Art. 2º Para os efeitos desta Resolução, entende-se por: [...]

II – autorização temporária: autorização concedida em caráter temporário para desenvolvimento de atividade regulamentada específica, em regime diverso daquele ordinariamente previsto na regulamentação aplicável, por meio de dispensa de requisitos regulatórios e mediante fixação prévia de condições, limites e salvaguardas voltadas à proteção dos investidores e ao bom funcionamento do mercado de valores mobiliários; [...]

Por outro lado, diferente do que ocorre na delimitação do *sandbox* em outras jurisdições, a CVM não exime os agentes de eventuais sanções no exercício da atividade em regulação determinando, inclusive, que em eventual suspensão ou cancelamento da autorização, os participantes poderão ser multados em razão de descumprimento de ordem da CVM, podendo também ser instaurado processo administrativo para apuração de responsabilidades, conforme dispõe o art. 17, §1º, incisos I e II, da resolução.

Ainda, é válido ressaltar que, o regime regulatório estipulado pela Resolução CVM nº. 29/2021 se aplica somente ao que a resolução denomina de “modelo de negócio inovador”, definido pelo art. 2º, IV, “a” e “b”, da resolução, como a atividade que utiliza tecnologia inovadora ou faz uso inovador de tecnologia; e/ou desenvolve produto ou serviço que ainda não é oferecido ou com arranjo diverso do que esteja sendo ofertado no mercado de valores mobiliários.

¹⁶ “Art. 6º. O proponente deve apresentar proposta formal para participar do *sandbox* regulatório contendo, no mínimo: [...]

II – indicação das dispensas de requisitos regulatórios pretendidas e dos motivos pelos quais, em sua visão, são necessárias para o desenvolvimento da atividade regulamentada objeto da autorização temporária pleiteada; [...]

6.2.3. Objetivos

Abordada a visão geral do regime regulatório instituído pela Resolução CVM nº. 29/2021, passa-se à observação dos seus objetivos¹⁷, elencados nos incisos do parágrafo único de seu art. 1º. Dentre estes, dois assumem posição de maior importância para os fins do presente trabalho, quais sejam: a) o fomento à inovação no mercado de capitais; e b) o aprimoramento do arcabouço regulatório aplicável às atividades regulamentadas

Além desses objetivos, há ainda, no *caput* do art. 12 da resolução¹⁸, menção expressa aos objetivos institucionais da CVM de desenvolvimento e de proteção do mercado de capitais que, segundo o artigo em questão, devem ser levados em conta para a decisão de concessão das autorizações¹⁹.

Sendo perceptível, portanto, o alinhamento dos objetivos *sandboxes* com os interesses da coletividade e com a conciliação das funções institucionais da CVM.

6.2.4. Funcionamento

¹⁷ “Art. 1º [...]”

Parágrafo único. A implementação do *sandbox* regulatório tem por finalidade servir como instrumento para proporcionar:

- I – fomento à inovação no mercado de capitais;
- II – orientação aos participantes sobre questões regulatórias durante o desenvolvimento das atividades para aumentar a segurança jurídica;
- III – diminuição de custos e do tempo de maturação para desenvolver produtos, serviços e modelos de negócio inovadores;
- IV – aumento da visibilidade e tração de modelos de negócio inovadores, com possíveis impactos positivos em sua atratividade para o capital de risco;
- V – aumento da competição entre prestadores de serviços e fornecedores de produtos financeiros no mercado de valores mobiliários;
- VI – inclusão financeira decorrente do lançamento de produtos e serviços financeiros menos custosos e mais acessíveis; e
- VII – aprimoramento do arcabouço regulatório aplicável às atividades regulamentadas.”

¹⁸ “Art. 12. O Colegiado deve decidir sobre a concessão das autorizações requeridas sopesando, entre outros aspectos, os objetivos institucionais da CVM de desenvolvimento e de proteção do mercado de capitais. [...]”

¹⁹ Ainda, o relatório da ESAs mencionado lista como objetivos dos *sandboxes*:

- “- Melhorar o entendimento das firmas acerca das expectativas regulatórias, particularmente a aplicabilidade da estrutura regulatória existente para modelos de negócios inovadores, produtos e serviços;
- Aumentar o conhecimento das autoridades sobre inovações financeiras, os riscos apresentados às oportunidades fornecidas (i.e., em se tratando de proteção ao consumidor), e informar a sua abordagem sobre a regulação e supervisão de inovações financeiras através de testes diretos;
- Fomentar inovação”.

O funcionamento do *sandbox* instituído pela Resolução CVM nº. 29/2021 é focado na atuação da CVM, enquanto regulador, e dos candidatos e/ou participantes do *sandbox*, enquanto regulados.

Enquanto à CVM são destinadas funções como coordenar o processo de admissão de participantes (art. 3º e seguintes da Resolução CVM nº. 29/2021), analisar as propostas submetidas (art.7º e seguintes da Resolução CVM nº. 29/2021), conceder ou recusar a concessão da autorização (art. 12 da Resolução CVM nº. 29/2021) e, por fim, monitorar o andamento das atividades desenvolvidas pelo participante no âmbito do *sandbox* (art. 13 da Resolução CVM nº. 29/2021).

Ao regulado, enquanto candidato ou participante, cabe apresentar a proposta formal para participação do *sandbox*, observando os requisitos exigidos na resolução (art. 6º da Resolução CVM nº. 29/2021)²⁰, assim como prestar informações dos incisos I a VII do §2º do art. 13 da resolução à CVM.

Da análise das funções da CVM percebe-se que estas são comuns e esperadas do órgão regulador; contudo, a atuação dos regulados destoa da posição passiva que normalmente ocupam. Isso porque, nas propostas apresentadas, é exigido do regulado mais do que apenas informações referentes ao modelo de negócios e seu funcionamento, também sendo requisito que o próprio regulado indique quais dispensas regulatórias pretende conseguir, assim como a sugestão de condições, limites e salvaguardas que poderão ser estabelecidos pela CVM para mitigar eventuais riscos (art. 6º, II e III, da Resolução CVM nº. 29/2021). Ainda, a resolução lista como obrigação dos participantes, a sua cooperação na discussão de soluções para o aprimoramento da regulamentação e supervisão em decorrência do monitoramento da atividade desenvolvida sob autorização temporária (art. 13, §2º, III, da Resolução CVM nº. 29/2021).

Dessa forma, a própria CVM espera e encoraja a participação dos regulados no processo de construção dos liames do *sandbox* aplicável ao regulado em questão, assim como sua participação na avaliação e antecipação de possíveis riscos e na construção de novas soluções regulatórias.

Cooperação, portanto, resume bem a interação entre regulador e regulado dentro do regime regulatório instituído pela Resolução CVM nº. 29/2021, sendo este outro traço relevante que *sandbox* da CVM compartilha com outros arranjos institucionais, a exemplo do

²⁰ Dentre os requisitos mais relevantes da proposta estão a necessidade de que o participante indique quais dispensas regulatórias pretende conseguir e sugira condições, limites e salvaguardas que poderão ser estabelecidos pela CVM para mitigar eventuais riscos.

caso da Espanha citado pelas ESAs em seu relatório “*FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs*” (2020, p. 17):

A Espanha emitiu, em consulta pública, a Lei de Rascunho sobre Medidas para a Transformação Digital do Sistema Financeiro, que incluí a criação de um *sandbox* regulatório. Essa regulação visa a promoção do processo de inovação através da eliminação de obstáculos e articulação canais ágeis e transparentes de colaboração entre autoridades públicas e iniciativas privadas. Ao mesmo tempo, salvaguardas são propostas para garantir que a transformação digital não afete os níveis de proteção ao consumidor, a estabilidade financeira e a integridade do mercado, nem facilite o uso do sistema financeiro para propósitos ilícitos.

6.2.5. Aplicação da Resolução

O primeiro processo de admissão para o *sandbox* regulatório se iniciou em 03 de novembro de 2020 e as inscrições aconteceram entre 16 de novembro de 2020 e 15 de janeiro de 2021, tendo a autarquia recebido propostas de trinta e quatro candidatos.

Na sequência, em 30 de setembro de 2021, a CVM aprovou as propostas de três candidatos do primeiro processo de admissão de participantes para o *sandbox* regulatório. E, em 27 de dezembro de 2021, foi admitido mais um participante²¹.

Dentre os quatro participantes aprovados, vale ressaltar dois deles para os fins deste artigo.

A Basement Soluções de Captação e Registro Ltda. foi autorizada pela CVM, através da Deliberação CVM nº. 873, de 30 de setembro de 2021, a realizar a prestação de serviço de escrituração de valores mobiliários, nos termos da Resolução CVM nº. 33, de 19 de maio de 2021, com dispensa de observância dos arts. 4º e 30, *caput* desta última²². Nos termos da descrição do modelo de negócios publicada pela CVM²³ a:

Basement prestará serviço de escrituração de valores mobiliários para empresas em estágio inicial de desenvolvimento, oferecendo solução em formato *Software-as-a-Service* para registro de titularidade de instrumentos de dívida e de participação societária, possibilitando controle da tabela de capitalização atual e futura.

Os clientes atendidos serão sociedades limitadas que tenham realizado ou estejam no processo de realizar ofertas públicas de valores mobiliários

²¹ Por meio da promulgação das Deliberações CVM nº 873, nº 874, nº 875 e nº 877.

²² “Art. 4º Podem requerer autorização para a prestação dos serviços de escrituração de valores mobiliários as instituições financeiras.”

“Art. 30. O escriturador deve manter estrutura de auditoria interna.”

²³ Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/sandbox-regulatorio>>. Acesso em: 10 fev. 2023.

regulamentadas pela CVM, com foco nas sociedades empresárias de pequeno porte que emitem via plataformas eletrônicas de investimento participativo (*crowdfunding* de investimento).

Infelizmente, a proposta enviada pela Basement não é de acesso público – dado as informações confidenciais acerca de seu modelo de negócio – e, por isso, não se pode ter certeza das dispensas requeridas e das salvaguardas sugeridas pela participante para compará-las com aquelas aceitas pela CVM. Contudo, dos deveres de informação atribuídos à participante pelas alíneas “c” a “e” do inciso I da Deliberação CVM nº. 873/2021, percebe-se não só a fiscalização da CVM, mas o envolvimento desta na atividade a fim de reunir informações e experiência para cumprir o objetivo de aprimorar o arcabouço regulatório aplicável às atividades regulamentadas, ao invés de criar precocemente regulações.

Portanto, da análise da Deliberação CVM nº. 873/2021 percebe-se um alinhamento do ambiente regulatório por ela criado com os preceitos da AIR. Justamente por permitir a prestação de um serviço, a escrituração de valores mobiliários, que é reservado pela CVM apenas às instituições financeiras, para sociedades incipientes. Dessa forma, as tomadoras do serviço encontram na Basement uma alternativa financeiramente acessível, enquanto à Basement é permitido prestar tal serviço sem que precise arcar com os custos de observância das normas relativas às instituições financeiras, o que, por certo, poderia inviabilizar a sua atuação e inserção no mercado.

Assim, além de efeitos como a democratização do Mercado de Capitais, o estímulo à concorrência, o fomento à economia e ao Mercado como um todo, a licença concedida pela CVM à Basement, especialmente, permite que a autarquia avalie os custos de observância da norma vigente de escrituração, assim como seus benefícios e malefícios, sendo capaz de angariar dados para embasar em quais pontos a norma fomenta ou retarda o ingresso no Mercado de Capitais.

A segunda participação aprovada a ser abordada neste artigo é a dos participantes BEE4 Intermediação, Compensação e Liquidação Ltda. e Beegin Soluções em Crowdfunding Ltda. A BEE4 foi autorizada pela Deliberação CVM nº. 874/2021 a realizar a atividade de constituição e administração de mercado de balcão organizado²⁴, enquanto a Beegin, plataforma de investimento participativo registrada na CVM, foi autorizada a funcionar com a

²⁴ Com dispensa de observância dos arts. 16, inciso II e parágrafo único; 19, inciso I; 20, inciso VII e § 2º; 22, caput; 24, incisos IV e XII; 25, inciso I; 27; 30; 31, §§ 2º, incisos I e II, 3º e 4º; 38, §§ 1º e 2º; 44, inciso II; 45, inciso I; 47, caput e § 1º; 51, caput e § 2º; 57, caput; e 63, § 1º, da Instrução CVM nº 461, de 23 de outubro de 2007; e com dispensa de observância do art. 4º, inciso II da Resolução CVM nº 31, de 19 de maio de 2021.

dispensa de algumas normas da Resolução CVM nº. 88/2022²⁵, que regula as ofertas públicas nomeadas como *crowdfunding*.

Nos termos da descrição do modelo de negócios publicada pela CVM²⁶:

A BEE4 administrará um mercado de balcão organizado em que serão admitidos à negociação valores mobiliários emitidos por empresas emergentes que apresentem faturamento anual entre R\$10 milhões e R\$300 milhões e que estejam dispostas a cumprir critérios mínimos de listagem relacionados à governança, aos controles internos e à transparência de informações a investidores.

Os valores mobiliários negociados serão representados em tokens emitidos na rede de DLT Quorum, no padrão ERC-20. Para que sejam admitidos à negociação no mercado de balcão organizado da BEE4, os valores mobiliários emitidos pelas empresas devem ter sido ofertados publicamente segundo o rito da Instrução CVM 588, que regula as ofertas públicas de *crowdfunding* de investimento. [...] Desta forma, investidores cadastrados na BEE4 terão oportunidade de comprar valores mobiliários no mercado secundário, ou seja, fora das rodadas de ofertas públicas do *crowdfunding*, e poderão vender valores mobiliários previamente adquiridos, fora dos eventos de liquidez previstos em contrato. O controle de titularidade dos valores mobiliários admitidos à negociação será realizado por escriturador de valores mobiliários autorizado pela CVM.

Na visão dos participantes, a possibilidade de negociação secundária em ambiente regulado, transparente e seguro confere oportunidade de diversificação de investimentos e de realização de lucros, potencializando o acesso ao mercado de capitais para empresas emergentes e a atratividade para investidores.

A proposta apresentada pela BEE4 e pela Beegin também não foi publicada para a proteção de seus modelos de negócios, contudo, fica claro que as empresas estruturaram e adaptaram o funcionamento do mercado de balcão a partir da utilização de novas tecnologias, como a *tokenização*, e permitiram a participação de sociedades empresárias de menor porte, antes excluídas de tais ambiente, em tal mercado. O *sandbox*, por sua vez, permite que regulado e regulador, em cooperação, explorem esse novo formato de emissão e negociação de valores mobiliários e criem, a partir das experiências compartilhadas, normas que se adequem a essa nova modalidade de negócio.

Dessa forma, percebe-se que o Estado, enquanto agente regulatório, poderia, em vez da instituir o *sandbox*, adotar, alternativamente, duas posturas extremas diferentes: proibir o desenvolvimento de atividades semelhantes às aqui tratadas; ou, permiti-las totalmente, mas submetendo-as a regulações precocemente criadas. O Estado, enquanto ente regulador,

²⁵ Art. 2º, inciso VII e §2º; 3º, inciso I e § 3º; 5º, caput; 8º, §§ 4º e 5º; 18; e 36, inciso VIII.

²⁶ Disponível em: <<https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/sandbox-regulatorio>>. Acesso em: 10 fev. 2023.

dispunha do poder para adotar qualquer uma das posturas, porém, não o fez, tendo renunciado tal poder a fim de construir soluções regulatórias mais assertivas com a ajuda do regulado, reconhecendo que a heterorregulação, por si só, seria insuficiente ou prejudicial ao Mercado de Capitais no caso analisado.

7. O *SANDBOX* FRENTE ÀS TENDÊNCIAS REGULATÓRIAS

Foram apresentadas, em tópicos anteriores, duas tendências regulatórias, quais sejam, a Análise de Impacto Regulatório (AIR) e a desestatização das funções regulatórias e, como exposto, ambas tendências podem ser tidas como respostas a duas diferentes problemáticas abordadas; respectivamente, a busca pelo aprimoramento do arcabouço regulatório – com redução dos custos de observância e fomento à regulação mais eficiente – e a insuficiência da heterorregulação.

7.1. O *sandbox* e a desestatização das funções regulatórias

Conforme apresentado, a desestatização das funções regulatórias acontece quando a iniciativa de regular atividades econômicas é tomada por outro ente que não o Estado, especialmente pelos próprios regulados, sendo que o afastamento do Estado da atividade reguladora pode ser total ou parcial, criando arranjos regulatórios diversos.

Nesse sentido, como o *sandbox* instituído pela Resolução CVM nº. 29/2021 pode ser classificado e, ainda, este mitiga a problemática delineada pela dificuldade estatal em editar normas eficientes e atuais?

Considerando os arranjos regulatórios expostos por Gustavo Binenbojm (2016) e abordados anteriormente – a heterorregulação e a autorregulação – entende-se que, o *sandbox* da CVM não se enquadraria perfeitamente nas características de nenhum dos arranjos conceituados, uma vez que não se pode falar em atuação independente e monopolista do Estado (art. 6º, II e III, Resolução CVM nº. 29/2021) e, muito menos, em passividade do regulado, pois há atuação, renúncia e, principalmente, cooperação entre regulado e regulador (art. 13, §2º, III, Resolução CVM nº. 29/2021).

No geral, o que se pode argumentar é que o *sandbox* pode ser tido como um exemplo da desestatização da função reguladora, uma vez que o Estado, mesmo não renunciando completamente sua função reguladora, a compartilha ou, ao menos, requisita e fomenta a participação do regulado, reconhecendo, portanto, a insuficiência da heterorregulação pura em regradar modelos de negócio inovadores como os abarcados pelo *sandbox*.

7.2. O *sandbox* e a Análise de Impacto Regulatório (AIR)

Conforme apresentado, a AIR é uma política que tem como finalidade o aprimoramento de regulações existentes e o estímulo à produção eficiente e ponderada de novas regulações através da avaliação dos custos e dos benefícios de determinada regulação. Contudo, antes de relacionar a Resolução CVM nº. 29/2021 à AIR, é necessário pontuar que a resolução possui um caráter metalinguístico, vez que se trata de uma regulação dispendo sobre outras regulações – tenham elas sido editadas ou não. Dessa forma, pode-se analisar se as diretrizes da AIR foram seguidas na edição da própria Resolução CVM nº. 29/2021 ou se as disposições da Resolução CVM nº. 29/2021 respeitam as diretrizes da AIR. Para os fins deste trabalho, é relevante a análise deste segundo cenário.

Por sua vez,

As sandboxes regulatórias, como instrumento de experimentalismo estruturado, se revelam como um mecanismo redutor de incertezas dentro do cenário de rápidas mudanças advindas do processo de inovação tecnológica no mercado financeiro, tendo em vista que permitem o teste, sob supervisão e monitoramento do regulador, de inovações em seu estágio embrionário. Tal sistemática possibilita ao regulador desenvolver a função regulatória de forma prospectiva, com fundamento em dados e informações colhidas ao longo do período de teste, viabilizando uma análise de risco calculado. (VIANNA, 2019, p.73)

Assim, são pilares do *sandbox* regulatório a criação de um ambiente regulatório experimental no qual as empresas participantes são autorizadas, por tempo determinado, a exercerem suas atividades com dispensas regulatórias (art. 9º, Resolução CVM nº. 29/2021), mediante o monitoramento pelo Comitê de *Sandbox* das atividades desenvolvidas (art. 13, Resolução CVM nº. 29/2021), a discussão de soluções para o aprimoramento da regulamentação e da supervisão (art. 13, §2º, III, Resolução CVM nº. 29/2021).

A partir desses pilares acima expostos, é possível observar que a CVM escolheu não regular precocemente os modelos de negócios inovadores e incipientes, mas apenas monitorá-los para que possa aprimorar o arcabouço regulatório (art. 1º, VII, Resolução CVM nº. 29/2021), em total consonância com as diretrizes da AIR.

8. CONCLUSÃO

Por todo o exposto, percebe-se que a solução regulatória desenhada pela Resolução CVM nº. 29/2021 endereça uma série de desafios e problemáticas aqui mencionados, como a busca pelo equilíbrio entre o ímpeto e a necessidade de regular; pelo aprimoramento da produção regulatória com a redução dos custos de observância, o fomento à AIR e a

insuficiência da heterorregulação; e, pela harmonização entre o fomento ao mercado e a proteção ao investidor.

Dessa forma, acredita-se que a opção estatal pelos *sandboxes*, se dá em razão destes se mostrarem capazes de harmonizar interesses e esforços regulatórios conflitantes, justamente porque evitam a criação precoce de normas com impactos desconhecidos, porém sem impedir o desenvolvimento de atividades relevantes ou deixa-las completamente desreguladas; além de conciliar os interesses da coletividade e as funções institucionais da CVM, vez que estes regulam a atividade econômica visando o fomento do mercado, o aprimoramento do arcabouço regulatório e a proteção do consumidor.

9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Agências reguladoras e a evolução do direito administrativo econômico**. Rio de Janeiro: Forense, 2013.

ARAGÃO, Alexandre Santos de. **Regulação e agências reguladoras: governança e análise de impacto regulatório**. Brasília: ANVISA, 2009.

BINENBOJM, Gustavo. **Poder de polícia, ordenação, regulação: transformações político-jurídicas, econômicas e institucionais do direito administrativo ordenador**. Belo Horizonte: Fórum, 2016

BRASIL. **Decreto** nº 10.411, de 30 de junho de 2020. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2020/Decreto/D10411.htm >. Acesso em: 25 nov. 2021.

BRASIL. **Lei** nº 13.874, de 20 de setembro de 2019. Disponível em: < http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2019/lei/L13874.htm >. Acesso em: 25 nov. 2021.

CARLOS ARI SUNDFELD. (Coordenador). **Direito administrativo econômico**. São Paulo: Malheiros, 2000.

CLAESSENS, Stijn; KODRES, Laura. **The regulatory responses to the global financial crisis: some uncomfortable questions**. International Monetary Fund, 2014. Disponível em: <https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/The-Regulatory-Responses-to-the-Global-Financial-Crisis-Some-Uncomfortable-Questions-41422>. Acesso em: 29 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Edital de Audiência Pública SDM N° 05/19**. Minuta de instrução que dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório). Disponível em: http://conteudo.cvm.gov.br/audiencias_publicas/ap_sdm/2019/sdm0519.html. Acesso em: 29 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Resolução CVM N° 29, de 11 de maio de 2021.** Dispõe sobre as regras para constituição e funcionamento de ambiente regulatório experimental (sandbox regulatório) e revoga a Instrução CVM n° 626, de 15 de maio de 2020). Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/resolucoes/anexos/001/resol029.pdf>. Acesso em: 29 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM N° 873.** Autoriza, em caráter temporário, Basement Soluções de Captação e Registro Ltda. a realizar atividades reguladas pela CVM, no âmbito do Sandbox Regulatório, nos termos e condições previstos nesta Deliberação. Disponível em:

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0800/deli873.pdf>. Acesso em: 29 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM N° 874.** Autoriza, em caráter temporário, BEE4 Intermediação, Compensação e Liquidação Ltda. e Beegin Soluções em Crowdfunding Ltda. a realizar atividades reguladas pela CVM, no âmbito do Sandbox Regulatório, nos termos e condições previstos nesta Deliberação. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0800/deli874.pdf>. Acesso em: 29 out. 2021.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Deliberação CVM N° 875.** Autoriza, em caráter temporário, Vórtx Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários Ltda. e Vórtx QR Tokenizadora Ltda. a realizarem atividades reguladas pela CVM no âmbito do Sandbox Regulatório, nos termos e condições previstos nesta Deliberação. Disponível em: <http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/deliberacoes/anexos/0800/deli875.pdf>. Acesso em: 29 out. 2021.

COUTINHO, Diogo R.; ROCHA, Jean-Paul Veiga da; SCHAPIRO, Mario G (coord.). **Direito Econômico Atual.** São Paulo: Forense, 2015.

COUTINHO FILHO, Augusto. Regulação “Sandbox” como instrumento regulatório no mercado de capitais: principais características e prática internacional. **Revista Digital de Direito Administrativo**, Ribeirão Preto, v. 5, n. 2, p. 264-282, 2018. Disponível em: <https://www.revistas.usp.br/rdda/article/view/141450>. Acesso em: 29 out. 2021.

EIZIRIK, Nelson Laks et al. **Mercado de capitais:** regime jurídico. Rio de Janeiro: Renovar, 2008.

EUROPEAN SECURITIES AND MARKETS AUTHORITY. **FinTech: Regulatory sandboxes and innovation hubs.** Disponível em: https://www.esma.europa.eu/sites/default/files/library/jc_2018_74_joint_report_on_regulatory_sandboxes_and_innovation_hubs.pdf. Acesso em: 29 out. 2021.

GOVERNO FEDERAL. **Diretrizes Gerais e Guia Orientativo para Elaboração de Análise de Impacto Regulatório – AIR.** Brasília: 2018. Disponível em: <https://www.gov.br/anvisa/pt-br/centraisdeconteudo/publicacoes/regulamentacao/diretrizes-gerais-para-compilacao-normativa-na-anvisa.pdf/view>. Acesso em: 29 nov. 2021.

LABORATÓRIO DE INOVAÇÃO FINANCEIRA. **Diretrizes gerais para constituição de sandbox regulatório no âmbito do mercado financeiro brasileiro**. 2020. Disponível em: https://www.labinovacaofinanceira.com/wp-content/uploads/2020/03/Sand_box_lab_vs8_web.pdf. Acesso em: 29 out. 2021.

PRADO, Viviane Muller; MATTOS FILHO, Ary Oswaldo. **Tentativas de Desenvolvimento do Mercado Acionário Brasileiro desde 1964**. In: LIMA, Maria Lucia L. M. Pádua. (Org.). *Agenda Contemporânea: direito e economia: 30 anos de Brasil*. São Paulo: Saraiva, 2012.

Sandbox Regulatório. **Comissão de Valores Mobiliários**. Disponível em: <https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/normas/sandbox-regulatorio>. Acesso em: 10 fev. 2023.

VERMEULEN, Erik; FENWICK, Mark; KAAL, Wulf A. Regulation tomorrow: what happens when technology is faster than the law? **TILEC Discussion Paper**, n. 024, 2016. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2834531#. Acesso em: 29 out. 2021.

VIANNA. **Regulação da FinTechs e Sandboxes regulatórias**. Rio de Janeiro, 2019. Disponível em: https://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/bitstream/handle/10438/27348/DISSERTAC%cc%a7A%cc%83O_EDUARDO_BRUZZI.pdf?sequence=1&isAllowed=y. Acesso em: 10 fev. 2023.

YAZBEK, Otávio; SILVA, Lucas Santanna de Almeida. **O Mercado de Capitais e a Redução dos Custos de Observância**. CFA Society Brazil, 2018. Disponível em: https://cfasociety.org.br/wp-content/uploads/2020/07/cfa_book_5_152x228mm_181018_www.pdf. Acesso em: 29 out. 2021.

ZETZCHE, Dirk A. *et al.* Regulating a revolution: from regulatory sandboxes to smart regulation. **Fordham Journal of Corporate & Financial Law**, New York, v. 23, p. 31-103, 2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3018534#. Acesso em: 29 out. 2021.