



Centro Universitário de Brasília - UniCEUB

Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS

Curso de Bacharelado em Direito

MATHEUS TAKADA GONÇALVES

O FUTURO REGULATÓRIO DAS *FINTECHS*: uma análise acerca das diferenças presentes entre a instrução CVM nº 626 e a Lei nº 4.595/64, como forma de definir a melhor regulamentação para esta *startup*.

Brasília

2021

MATHEUS TAKADA GONÇALVES

O FUTURO REGULATÓRIO DAS *FINTECHS*: uma análise acerca das diferenças presentes entre a instrução CVM nº 626 e a Lei nº 4.595/64, como forma de definir a melhor regulamentação para esta *startup*.

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor Leonardo Gomes de Aquino.

Brasília

2021

MATHEUS TAKADA GONÇALVES

O FUTURO REGULATÓRIO DAS *FINTECHS*: uma análise acerca das diferenças presentes entre a instrução CVM nº 626 e a Lei nº 4.595/64, como forma de definir a melhor regulamentação para esta *startup*.

Monografia apresentada como requisito parcial para obtenção do título de Bacharel em Direito pela Faculdade de Ciências Jurídicas e Sociais - FAJS do Centro Universitário de Brasília (UniCEUB).

Orientador: Professor Leonardo Gomes de Aquino.

Brasília, 29 de março de 2021

BANCA AVALIADORA

Professor Orientador

Professor(a) Avaliador(a)

AGRADECIMENTOS

Inicialmente, gostaria de agradecer à minha família, pelo apoio incondicional em todas as etapas pelas quais passei, especialmente minha mãe, Mirian, o maior exemplo da minha vida, meu pai, Ronoilton, por sempre estar ao meu lado, e minha irmã Leticia, pois se não fosse por ela, eu não estaria no direito hoje.

Aos meus amigos, agradeço imensamente todos aqueles que caminharam comigo nessa trajetória, principalmente o Ernandes Jr, meu irmão que está comigo desde o primeiro semestre, o Moreira, o futuro maior acadêmico que eu conhecerei, e a Thamires, que me apoiou em todos os momentos.

Por fim, devo um agradecimento especial à minha amiga e ex-chefe, Gabriela Naves, pois foi quando estagiei junto à ela que descobri o mundo do direito regulatório e pude me apaixonar pela área que hoje trago em minha monografia.

“Se algo é importante o suficiente,
você deve tentar. Mesmo se o
resultado provável for o fracasso.”

Elon Musk

RESUMO

Com o surgimento das *fintechs* no Brasil, inúmeras foram as inovações e tecnologias que começaram a ser introduzidas no mercado consumidor do sistema financeiro nacional. Entretanto, o ordenamento regulatório existente do Banco Central (BACEN) não possuía capacidade de abarcar estas *startups*, sendo necessária a edição de uma nova instrução pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), estabelecendo o Ambiente Regulatório Experimental. Este projeto tem por objetivo analisar ambas as regulações apresentadas a fim de determinar qual dessas possui mais características que estimulem o desenvolvimento das *fintechs*. Desta forma, foi utilizado o método de pesquisa qualitativa, no qual, os dados coletados, a partir da técnica *web scraping* de mineração de dados, foram examinados com o uso da técnica de análise semântica. A partir dos achados da pesquisa, conclui-se que, mesmo que as *fintechs* fossem capazes de se adequar à norma regulatória de instituições financeiras do BACEN, este regramento reprimiria seu caráter de constante inovação, assim, o Ambiente Regulatório Experimental da CVM apresenta-se como a melhor alternativa para a regulação destas empresas.

Palavras-chave: *fintech*, regulação, *sandbox*, regulatório, instituição financeira, CVM, BACEN, experimental.

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CVM	Comissão de Valores Mobiliários
BACEN	Banco Central do Brasil
SUSEP	Superintendência de Seguros Privados
PREVIC	Superintendência Nacional de Previdência Complementar
CC	Código Civil
CDC	Código de Defesa do Consumidor
CRSFN	Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional
FCA	Financial Conduct Authority - autoridade reguladora britânica

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	7
FINTECHS	11
Definição	11
História	12
REGULAMENTAÇÕES	15
Lei Nº 4.595 De 31 De Dezembro De 1964	15
Instrução Cvm Nº 626 De 15 De Maio De 2020	18
ANÁLISE REGULATÓRIA COMPARATIVA	27
Ambiente Regulatório Experimental	29
Regulação De Instituições Financeiras	33
CONCLUSÃO	36
REFERÊNCIAS	39

1. INTRODUÇÃO

Com o advento das *Fintechs*, *startups* financeiras de caráter tecnológico, uma nova realidade foi apresentada aos sistemas regulatórios de todo o mundo, visto que, diante das inovações trazidas por esses novos agentes, suas características os impossibilitavam de serem taxados como instituições financeiras tradicionais, dificultando-os a obter os requisitos mínimos para serem regulados pelos normativos já existentes.

No Brasil, essa regulamentação fica a cargo do Banco Central do Brasil (BACEN), que, desde a edição da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, delimita as características e exigências que uma pessoa jurídica deve possuir para se enquadrar como uma instituição financeira e, assim, encontrar-se amparada no arcabouço regulatório do órgão.

Ocorre que, com o surgimento das *fintechs*, em razão desse caráter inovador das *fintechs*, essas sempre possuíam muitas dificuldades para se adequar aos requisitos existentes na referida lei, ficando, assim, desamparadas frente à regulação vigente, trazendo riscos, não só às próprias empresas, como aos seus clientes, que não possuíam segurança quanto às instabilidades do mercado financeiro.

Foi apenas em 15 de maio de 2020, por meio da Instrução CVM nº 626, que a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) normatizou uma nova regulamentação com o intuito de criar o Ambiente Regulatório Experimental, como forma de regulação que fosse mais favorável à essas novas *startups* que vem surgindo.

Assim, o Ambiente Regulatório Experimental da CVM veio como uma alternativa às normas padrões existentes no país, trazendo um novo conceito de regulação, a regulamentação *sandbox*, buscando criar um ambiente regulatório controlado, no qual as diversas *startups* que não possuísem os requisitos mínimos para se adequarem aos regramentos dos entes regulatórios da sua modalidade,

poderão criar uma regulação própria e específica para a empresa, trazendo maior segurança para si e para seus clientes.

Diante deste cenário regulatório no Brasil, o presente projeto tem por objetivo geral buscar compreender qual das referidas regulações seria mais adequada para a atual realidade das *fintechs* em solo nacional, analisando os benefícios e desvantagens que cada uma das regulações apresentadas traz, como forma de compreender o caminho mais viável, hoje, para essas empresas serem devidamente regulamentadas e, assim, trazerem aos seus consumidores maior segurança em suas operações, sem deixar que os benefícios que as destacam frente às instituições financeiras convencionais sejam perdidos.

Temos, então, como pergunta norteadora do trabalho: Qual seria o melhor caminho a ser seguido pelas *fintechs*, buscar o *sandbox* regulatório e criar uma regulação própria ou adequar-se aos requisitos impostos pela Lei nº 4.595 para se enquadrar como uma instituição financeiras aos olhos do BACEN?

Como forma de melhor analisar o presente tema, foram, também, estabelecidos objetivos específicos para examinar: as vantagens presentes na legislação que regulamenta as instituições financeiras; os prejuízos aos quais as *fintechs* estariam sujeitas caso decidissem por esta opção; os benefícios advindos da nova modalidade regulatória do Ambiente Regulatório Experimental; e as desvantagens encontradas nesse modelo inovador.

A necessidade de tal estudo se justifica ao passo que, com a edição da instrução CVM nº 626, as *fintechs* que, antes, eram obrigadas a se adequar aos regramentos das instituições financeiras ou se encontrariam em um limbo regulatório, hoje possuem uma nova opção de regulação, a qual, porém, possui, assim como sua contraparte, tanto benefícios como prejuízos, criando, desta forma, uma dubiez acerca de qual destas seria mais vantajosa para tais empresas.

A partir dos objetivos específicos, é possível traçar duas diferentes hipóteses para a resolução da problemática apresentada:

De um lado, temos uma nova modalidade de regulamentação, que, por ainda ser muito recente, traz inseguranças e dúvidas quanto ao seu funcionamento e efetividade, porém, que proporciona um maior leque de opções para as *fintechs* e que permite que tais empresas continuem com o seu caráter inovador, que tanto atraiu os consumidores, dando aos seus clientes as garantias mínimas que outrora, sem regulação, não seriam possíveis.

Enquanto a regulamentação do BACEN sobre instituições financeiras traz uma segurança muito maior tanto para as empresas como para os usuários, uma vez que, possui uma experiência de uso mais vasta, em razão de sua larga utilização desde a década de sessenta. O ponto negativo desse sistema se dá, vez que, os requisitos impostos pela legislação retromencionada para uma empresa se configurar como instituição financeira fariam com que as *fintechs* fossem obrigadas à se adequar em circunstâncias que as impediriam de continuar com os benefícios que, por serem uma *startup*, elas oferecem, hoje, aos seus clientes.

Para se atingir a compreensão de qual das hipóteses mencionadas seria a mais adequada, utilizou-se a metodologia do método dedutivo, a qual, a partir de raciocínio lógico sob um processo de análise de diversas informações, obteve-se uma dedução com vistas a obter uma resposta para o tema. Este modelo foi utilizado em razão do objeto de estudo carecer de exemplos fáticos para embasar o estudo, visto que, as *fintechs* são agentes muito recentes no cenário financeiro nacional, sendo necessário a utilização de analogias e comparações com demais agentes desta seara e com legislações estrangeiras, além de análises acerca dos possíveis efeitos aos quais essas empresas estarão sujeitas em cada caso.

Para tanto, as técnicas de pesquisa utilizadas resumem-se a ambas as legislações apresentadas e pesquisas bibliográficas, as quais estão presentes nas referências finais deste texto, como forma de se buscar compreender os efeitos dos benefícios e desvantagens de cada escolha.

Esta técnica foi empregada em razão do direito regulatório brasileiro não determinar qual das referidas normas deve ser priorizada pelas *fintechs*, deixando a cargo destas instituições a decisão acerca de qual caminho tomar. Outrossim, a análise da legislação estrangeira não traz conclusões absolutas, visto que, diferentes

países utilizam de métodos alternativos de regulação para essa nova modalidade de empresa, além de possuírem arcabouços regulatórios diversos aos brasileiros, não sendo assim possível uma comparação direta ao direito nacional.

Para realização da análise proposta, como veremos a seguir, este projeto encontra-se estruturado em três partes: estudo acerca da história e da definição de *fintechs*; exposição pormenorizada da norma regulatória das instituições financeiras e da instrução normativa que instituiu o *Sandbox* regulatório no Brasil; e a análise dos benefícios e desvantagens de cada uma das legislações retratadas.

2. FINTECHS

2.1. Definição

As *fintechs* são uma nova realidade surgida no âmbito dos mercados de capitais de todo o mundo. Elas unem as praticidades do ambiente virtual com as necessidades financeiras tão presentes na vida das pessoas de todo o globo desde o século XV.

Primeiramente é necessário entender basicamente o que é *startup*, bem como sua vertente financeira, a *fintech*. A primeira, pautada sempre em inovações, pode ser entendida como um novo conceito de empreendedorismo que preza pelo feedback contínuo (RIES, 2012), enquanto à segunda entende-se por modelos de negócio que utilizam tecnologia ou novos modelos de contrato para prover serviços ou produtos financeiros (SANTOS, 2018).

O sítio eletrônico do Serviço Brasileiro de Apoio às Micro e Pequenas Empresas - SEBRAE define *startup* como um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza (SEBRAE, 2020).

Assim, pode-se compreender que as *startups* são uma nova modalidade de empreendedorismo que busca aliar as características e benéfcias das empresas convencionais com uma novos produtos e sistemas que consigam trazer resultados positivos, mesmo em situações de extrema incerteza.

Passando, então, para as *fintechs* em si, Russell Charles Leong estabelece tal tecnologia como startups de serviços financeiros que se dedicam à prestação de soluções diferenciadas para clientes resultante da estagnação do setor financeiro em termos de inovação (LEONG et al., 2017, apud BRITO, 2018).

Ainda, para Douglas W. Arner e Keke Gai, o termo fintech seria (ARNER et al., 2017; GAI et al., 2018 apud BRITO, 2018):

uma combinação das palavras finanças (financeiro) com tecnologia, sendo toda e qualquer empresa que oferece serviços financeiros diferenciados pela facilidade de serem ofertados com diferencial tecnológico

Em suma, temos as *fintechs* como o ramo financeiros das *startups* que, aliando o pensamento inovador desse novo perfil empreendedor com as dificuldades e riscos presentes no mercado financeiro, busca criar um novo modelo de empresas no ramo financeiro que possam trazer maiores benefícios e comodidades aos seus clientes, preenchendo as lacunas deixadas pelas instituições financeiras tradicionais.

2.2. HISTÓRIA

Entendida a definição de fintech, passamos a entender como e quando se deu seu surgimento. A primeira empresa classificada como uma fintech foi a PayPal, fundada em 1999. Mesmo que à época não existisse ainda tal nomenclatura, pelas características deste empreendimento, de inovação, originalidade e benefícios ao consumidor, o entendimento majoritário é de que essa seria a precursora deste gênero financeiro.

No Brasil, sua história se inicia em 2016, pois foi o ano em que se deu a criação de inúmeras instituições desse tipo. A quantidade de startups fintechs que o Brasil possuía em 2015 passou de 54, para 244, no primeiro trimestre de 2017, ou seja, presenciou-se um crescimento de 36% em somente 9 meses, sendo este número elevado para 332, no final de 2017 (CONGO, 2017; FINTECHLAB, 2017).

Historicamente, precisamos voltar à crise financeira de 2008, uma vez que durante tal colapso houve um aumento da regulamentação das instituições financeiras, conforme preconiza o professor Iris Chiu (CHIU, 2016 apud SANTOS, 2018):

O ambiente regulamentar financeiro pós-crise tornou-se um universo em expansão em termos de objetivos regulatórios. Isso é em resposta para o reconhecimento de que graves lacunas de governança surgiram em uma era de desregulamentação e regulação minimalista focada na definição metas baseadas no mercado, como a eficiência do mercado. Pontos cegos foram criados em relação a questões como a estabilidade financeira a longo prazo, que agora fundamenta as reformas regulatórias, como a regulação prudencial anticíclica e reformas regulatórias destinadas a mitigar as consequências adversas de problemas financeiros das instituições “too-big-to-fail”.

Assim, após a situação crítica da crise se amenizar, o movimento da fintechs se intensificou em todo o mundo, inclusive no Brasil. Isso se deu em razão da mudança de paradigma ocorrida após o colapso do sistema financeiro, e da percepção, por parte dos consumidores, das deficiências e operações ultrapassadas que eram características das tradicionais instituições financeiras (SANTOS, 2018).

Tal situação, na realidade, é um movimento cíclico não exclusivo das fintechs, historicamente se tem documentado que após grandes colapsos do mercado, existe uma tendência dos governos em buscar soluções com mais regulamentação, como forma de acalmar a população que enxerga na exacerbada liberdade regulatória uma das causas de tal colapso. Conforme descrito por John Armour em sua obra *Principles of Financial Regulation* (ARMOUR, 2016 apud SANTOS, 2018):

Esses elementos combinados formam uma tendência prócíclica da atividade regulatória: isto é, há regulação insuficiente durante os períodos de boom e talvez excessiva, ou pelo menos sem sentido, regulação em tempos de crise. A história geral tem sido de desinteresse político criado pelo baixo conhecimento do público, salvo durante os períodos de crise. Em razão disso deixam a produção normativa para reguladores tecnocratas, os quais são suscetíveis de serem influenciados pela indústria. Aliás, alguns argumentam que o ciclo tem reiniciado desde a crise financeira: legislações populares foram aprovadas, os políticos mudaram a atenção para outros projetos. Mas a implementação dos detalhes da legislação está a cargo de normas que precisam ser confirmadas pelos reguladores da indústria, o que resulta na diluição de seu impacto.

Assim, é possível compreender, de forma sucinta, as motivações que levaram à popularização das *fintechs* na população. Não só seus benefícios e facilidades, mas também o cenário pós crise auxiliou seu crescimento, pois trouxe uma alternativa aos consumidores que buscavam opções ao modelo tradicional de instituições financeiras presente.

3. REGULAMENTAÇÕES

3.1. Lei Nº 4.595 De 31 De Dezembro De 1964

A legislação atual que regula as instituições financeiras no Brasil é a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a qual estruturou e regulamentou o Sistema Financeiro Nacional. Essa estabeleceu as bases e requisitos para que uma empresa do âmbito monetário fosse considerada como uma instituição financeira.

A lei elenca o conjunto das instituições que serão reguladas por ela (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 17, § 1º):

§ 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, das sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas que a tenham, também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros e de capitalização, as sociedades que efetuam distribuição de prêmios em imóveis, mercadorias ou dinheiro, mediante sorteio de títulos de sua emissão ou por qualquer forma, e as pessoas físicas ou jurídicas que exerçam, por conta própria ou de terceiros, atividade relacionada com a compra e venda de ações e outros quaisquer títulos, realizando nos mercados financeiros e de capitais operações ou serviços de natureza dos executados pelas instituições financeiras.

Acerca das instituições financeiras de caráter privado, a legislação determina que sua constituição deverá, exceto nos casos de cooperativas, ser sempre de sociedade anônima, com totalidade de seu capital com direito a voto sendo representada por ações nominativas. Podendo, entretanto, emitir até 50% de seu capital social em ações preferenciais, nominativas, e ao portador, sem direito de voto, sem incluí-las na determinação anterior (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 25, § 1º).

O caso de emissão de ações preferenciais ao portador deverá ocorrer sempre mediante alteração prévia do estatuto da sociedade e apenas nas seguintes

circunstâncias: (i) aumento de capital; e (ii) conversão de ações ordinárias ou preferenciais nominativas (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 25, § 2º).

Tais modificações no estatuto, deverão conter (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 25, § 2º):

I - as vantagens, preferenciais e restrições atribuídas a cada classe de ações preferenciais, de acordo com o Decreto-lei nº 2.627, de 26 de setembro de 1940; II - as formas e prazos em que poderá ser autorizada a conversão das ações, vedada a conversão das ações preferenciais em outro tipo de ações com direito a voto.

Quando do aumento e subscrição de capital das instituições financeiras, os cenários em que esses ocorrem em moeda corrente, a legislação apresenta exigências específicas para essa modalidade, como: (i) pelo menos 50% do montante estando subscrito; (ii) recolhimento das quantias subscritas no prazo de 5 dias; e (iii) integralização dentro de um ano do capital subscrito remanescente (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 27).

É estabelecido, também, que essas instituições financeiras deverão aplicar, preferencialmente, ao menos metade dos depósitos do público que recolherem na Unidade Federativa de sua sede ou, em casos específicos, em localidades determinadas pelo Conselho Monetário Nacional (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 29).

As instituições financeiras ficam obrigadas, ainda, a levantar balanços gerais periódicos e comunicar o BACEN de nomeações ou eleições de diretores e membros de órgãos consultivos, fiscais e demais, em até 15 dias antes de sua ocorrência, com prazo de até 60 dias para o Banco Central deliberar acerca dos nomes eleitos (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, arts. 31, 32 e 33).

Essas, ficam vedadas de realizar operações com as seguintes partes relacionadas (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 34, § 3º):

I - seus controladores, pessoas físicas ou jurídicas, nos termos do art. 116 da Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976; II - seus diretores e membros de órgãos estatutários ou contratuais; III - o cônjuge, o companheiro e os parentes, consanguíneos ou afins, até o segundo grau, das pessoas

mencionadas nos incisos I e II deste parágrafo; IV - as pessoas físicas com participação societária qualificada em seu capital; e V - as pessoas jurídicas: a) com participação qualificada em seu capital; b) em cujo capital, direta ou indiretamente, haja participação societária qualificada; c) nas quais haja controle operacional efetivo ou preponderância nas deliberações, independentemente da participação societária; e d) que possuïrem diretor ou membro de conselho de administração em comum.

Sendo que, encontram-se excluídas de tal determinação (BRASIL. Lei nº 4.595, 1964, art. 34, § 4º):

I - as operações realizadas em condições compatíveis com as de mercado, inclusive quanto a limites, taxas de juros, carência, prazos, garantias requeridas e critérios para classificação de risco para fins de constituição de provisão para perdas prováveis e baixa como prejuízo, sem benefícios adicionais ou diferenciados comparativamente às operações deferidas aos demais clientes de mesmo perfil das respectivas instituições; II - as operações com empresas controladas pela União, no caso das instituições financeiras públicas federais; III - as operações de crédito que tenham como contraparte instituição financeira integrante do mesmo conglomerado prudencial, desde que contenham cláusula contratual de subordinação, observado o disposto no inciso V do art. 10 desta Lei, no caso das instituições financeiras bancárias; IV - os depósitos interfinanceiros regulados na forma do inciso XXXII do caput do art. 4º desta Lei; V - as obrigações assumidas entre partes relacionadas em decorrência de responsabilidade imposta a membros de compensação e demais participantes de câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação autorizados pelo Banco Central do Brasil ou pela Comissão de Valores Mobiliários e suas respectivas contrapartes em operações conduzidas no âmbito das referidas câmaras ou prestadores de serviços; e VI - os demais casos autorizados pelo Conselho Monetário Nacional.

Nota-se, desta forma, a quantidade de requisitos e regramentos que a Lei nº 4.595/64 traz para as instituições financeiras, cria diversas dificuldades para que empresas com modelos inovadores de negócio possam se adequar a todos os pontos elencados.

Esse fator foi fundamental para prejudicar o surgimento e crescimento das *fintechs* no cenário nacional, visto que, para que fosse possível que essas

adentrassem no mercado financeiro do país, essas necessitariam de abster-se de algumas de suas características inovadoras em detrimento das condições impostas pelo BACEN.

3.2. Instrução Cvm Nº 626 De 15 De Maio De 2020

Em razão das extremas dificuldades encontradas pelas *fintechs* em preencher os requisitos existentes na Lei nº 4.459/64 para serem consideradas instituições financeiras pelo Banco Central e, assim, se enquadrarem na regulação deste órgão, a CVM editou, em 15 de maio de 2020, sua a instrução nº 626.

Esta norma visou criar uma nova modalidade de regulamentação, o Ambiente Regulatório Experimental, como forma contemplar, não só as *fintechs*, porém todas aquelas empresas com modelos inovadores de negócio que, em razão de suas inovações e características únicas, não se adequavam às regulamentações preexistentes pelos seus respectivos órgãos regulatórios, principalmente a Comissão de Valores Mobiliários, o Banco Central, a Superintendência de Seguros Privados (SUSEP) e a Superintendência Nacional de Previdência Complementar (PREVIC), sem prejuízos dos demais.

De acordo com a Instrução nº 626/2020, a finalidade do Ambiente Regulatório Experimental é servir como instrumento para proporcionar (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 1º):

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.

Assim, é possível notar que essa norma, inicialmente, tinha por foco a esfera financeira, conforme incisos I, V e VI, uma vez que a motivação para sua edição foram o grande aumento da quantidade de *fintechs* no país e as inúmeras dificuldades que essas enfrentavam frente os requisitos impostos pelo Banco Central para caracterizá-las como instituições financeiras.

Porém, após melhor análise do cenário das *startups* no em solo nacional, a CVM decidiu por ampliar o âmbito de sua instrução normativa para privilegiar um maior espectro de tipos de *startups* diferentes, como das vertentes de seguros privados e previdência, por entender que essas também encontravam dificuldades similares com seus respectivos órgãos regulatórios.

Com relação à sua funcionalidade, a instrução estabelece que serão criados de Comitê de *Sandbox* para cada uma das áreas a serem reguladas e, a partir deles, serão realizados estudos e análises quanto a cada um das empresas candidatas ao Ambiente Regulatório Experimental, para então definir uma regulação específica e conceder uma autorização temporária para o seu uso.

Para compreensão do funcionamento explicitado acima é necessário, inicialmente, entender o que seriam o Comitê de *Sandbox* e a autorização temporária aludidas. Quanto à primeira, a norma da CVM determina (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 2º, III):

Comitê de Sandbox: grupo composto por servidores da CVM é responsável pela condução de atividades específicas relacionadas ao sandbox regulatório previstas nesta Instrução

E sobre a autorização temporária (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 2º, 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

A referida instrução estipula, ainda, um rol de regras para a participação das empresas candidatas ao Ambiente Regulatório Experimental, quanto ao processo de admissão de participantes ao *Sandbox* Regulatório, bem como aos procedimentos complementares estabelecidos pelo Comitê de *Sandbox* para a admissão.

O processo de admissão estabelecido pela CVM inicia-se com a publicação de um comunicado de mercado, na página da CVM na rede mundial de computadores, contendo: (i) o cronograma para o recebimento e para a análise das propostas das empresas candidatas; e (ii) os critérios para elegibilidade, seleção e priorização das propostas a serem apresentadas, bem como o conteúdo necessário para sua apreciação (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 3º).

Com relação à exigibilidade, a referida instrução determina como critérios mínimos, como, a atividade regulamentada dever ser enquadrar no conceito de modelo de negócio inovador e o proponente demonstrar possuir capacidades técnica e financeira suficientes para desenvolver a atividade pretendida em ambiente regulatório experimental (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 5º, I e II).

O mesmo artigo estabelece que os casos em que os administradores e sócios controladores diretos ou indiretos do proponente não podem estar envolvidos (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 5º, III):

a) estar inabilitados ou suspensos para o exercício de cargo em instituições financeiras e demais entidades autorizadas a funcionar pelos órgãos reguladores; b) ter sido condenados por crime falimentar, prevaricação, corrupção, concussão, peculato, lavagem de dinheiro ou ocultação de bens, direitos e valores, contra a economia popular, a ordem econômica, as relações de consumo, a fé pública ou a propriedade pública, o sistema financeiro nacional, ou a pena criminal que vede, ainda que temporariamente, o acesso a cargos públicos, por

decisão transitada em julgado, ressalvada a hipótese de reabilitação; e c) estar impedidos de administrar seus bens ou deles dispor em razão de decisão judicial ou administrativa

Pondera, também, o rol de proibições às quais o proponente não pode possuir (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 5º, IV):

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

Em seu inciso V, apresenta, ainda, os mecanismos necessários que a proponente deve possuir capacidade de estabelecer para que seja considerada inexigível ao modelo (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 5º, V):

a) proteção contra ataques cibernéticos e acessos lógicos indevidos a seus sistemas; b) produção e guarda de registros e informações, inclusive para fins de realização de auditorias e inspeções; e c) prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo;

Ademais, o inciso VI do referido artigo estipula que “o modelo de negócio inovador deve ter sido preliminarmente validado por meio, por exemplo, de provas de conceito ou protótipos, não podendo se encontrar em fase puramente conceitual de desenvolvimento” (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 5º, VI)

Seu parágrafo único abre, ainda, a possibilidade de “participação de pessoas jurídicas estrangeiras no sandbox regulatório previsto nesta Instrução, observados os critérios de elegibilidade previstos neste art. 5º” (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 5º, parágrafo único)

Pode ainda o Comitê de *Sandbox* criar procedimentos complementares a esse processo, como forma de: (i) melhor analisar as propostas que envolvam atividades reguladas por mais de um órgão regulatório; e (ii) viabilizar testes dos modelos inovadores de negócio em conjunto com países do estrangeiro que possuam regramentos similares aos da instrução nº 626 (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 4º).

Quanto à apresentação das propostas, o Art. 6º determina como requisitos mínimos (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 6º):

I – descrição da atividade a ser desenvolvida e dos aspectos que a caracterizam como modelo de negócio inovador; 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; III – sugestões de condições, limites e salvaguardas que podem ser estabelecidos pela CVM, isoladamente ou em conjunto com outro órgão regulador, para fins de mitigação dos riscos decorrentes da atuação sob dispensa de requisitos regulatórios; IV – análise dos principais riscos associados à sua atuação; V – procedimentos necessários para a entrada em operação, contendo necessariamente um cronograma operacional indicativo; VI – plano de contingência para descontinuação ordenada da atividade regulamentada, por qualquer motivo, incluindo o tratamento a ser dado aos clientes, investidores ou partes interessadas, conforme o caso; e VII – documentos e informações necessários para se aferir o atendimento aos critérios de elegibilidade, bem como aos de seleção e priorização, conforme divulgados no comunicado ao mercado referido no caput do art. 3º.

Ainda neste mesmo artigo, a descrição da atividade a ser desenvolvida a qual diz respeito o inciso I, deve incluir, necessariamente (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 6º, I):

a) o nicho de mercado a ser atendido pelo serviço ou produto oferecido; b) os benefícios esperados em termos de ganhos de eficiência, redução de custos ou ampliação do acesso do público em geral a produtos e serviços do mercado de valores mobiliários; c) as métricas previstas para mensuração de desempenho e periodicidade de aferição; e d) a validação preliminar do modelo de negócio inovador, nos termos do inciso VI do art. 5º.

E a análise dos principais riscos mencionada no inciso IV, deve incluir, impreterivelmente: “a) à segurança cibernética; b) ao tratamento de dados pessoais;

e c) à prevenção à lavagem de dinheiro e ao financiamento do terrorismo”(CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 6º, IV).

Nos casos em que a atividade da participante incluir captação e/ou administração de recursos de seus clientes não profissionais, será necessário que empresa regulada apresente, também, um termo de ciência de risco assinado pelos clientes (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 15, III).

Importante salientar, ainda, que nos casos de sugestões para mitigação de riscos, a proponente deverá apresentar as soluções e/ou possíveis medidas, caso aplicável e eventuais seguros contratados como forma de reparação à possíveis danos que possam vir a ocorrer contra seus clientes, investidores e demais partes interessadas durante o período em que durar o *Sandbox* regulatório (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 6º, § 1º).

Com relação à análise das propostas, serão consideradas todas aquelas recebidas tempestivamente pelo Comitê de *Sandbox*, bem como aquelas provenientes de processos de admissão de demais órgãos regulatórios. Nesse segundo caso, as solicitações poderão ser entregues mesmo após o encerramento do prazo de inscrição (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 7º).

Aquelas propostas que forem consideradas aptas pela Comissão serão, então, submetidas a um relatório contendo: (i) a descrição do modelo inovador de negócio que será testado; (ii) a autorização temporária que poderá ser concedida; (iii) a recomendação dos requisitos regulatórios a serem dispensados como forma de possibilitar o desenvolvimento da atividade da empresa; e (iv) a proposta das condições, limites e garantias que a CVM irá impor para mitigar os riscos do negócio (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 9º).

Nos casos em que haja mais propostas aptas do que o número máximo de vagas para proponentes estabelecido no comunicado de mercado da CVM, a Comissão de *Sandbox* deverá explicitar em seu relatório os motivos de seleção e priorização das empresas escolhidas, observando os seguintes critérios (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 11):

I – presença e relevância de inovação tecnológica no modelo de negócio; II – estágio de desenvolvimento do negócio, privilegiando as atividades que já estejam em operação ou prontas para entrar em operação; III – magnitude do benefício esperado para clientes e demais partes interessadas; IV – potencial impacto ou contribuição para o desenvolvimento do mercado de valores mobiliários; V – potencial de inclusão financeira considerando, dentre outros aspectos, a ampliação do acesso do público ou a melhoria na qualidade do uso do produto ou serviço; e VI – condução do modelo de negócio inovador primariamente dentro do mercado de valores mobiliários brasileiro, ainda que as atividades possam também se dar em outras jurisdições.

Após a análise das propostas, a CVM editará deliberação acerca de suas autorizações temporárias, devendo constar para cada participante (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 12, § 1º):

I – o nome da empresa ou entidade; II – a atividade autorizada e dispensas regulatórias concedidas; III – as condições, limites e salvaguardas associadas ao exercício da atividade autorizada; e IV – a data de início da autorização temporária.

Tais autorizações terão prazo de até 1 ano, podendo ser prorrogadas por igual período. Sendo que, as solicitações de prorrogação de prazo deverão ser realizadas em até 90 dias antes do dia de encerramento da vigência da autorização temporária original, apresentando justificativa fundamentada quanto à sua necessidade e pertinência de continuidade (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 12, §§ 2º e 3º).

A partir do momento do recebimento do pedido de prorrogação, o Comitê de *Sandbox* terá até 30 dias antes do final da vigência da autorização temporária para se manifestar. em caso de não ausência de apreciação por parte do colegiado no prazo estabelecido, a prorrogação será automaticamente considerada deferida (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 12, §§ 4º e 5º).

Concedida a autorização temporárias, passa-se, então, à etapa de monitoramento da regulamentação, da empresa e de suas atividades. Para tal, a participante deverá (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 13, § 2º):

- I – disponibilizar representantes com responsabilidades gerenciais para se reunir presencialmente ou remotamente, de forma periódica;
- II – conceder acesso a informações relevantes, documentos e outros materiais relacionados ao negócio, incluindo as relativas ao seu desenvolvimento e aos resultados atingidos, sempre que solicitado;
- III – cooperar na discussão de soluções para o aprimoramento de sua regulamentação e supervisão em decorrência do monitoramento da atividade desenvolvida sob autorização temporária;
- IV – comunicar a materialização de riscos previstos e imprevistos no decorrer do desenvolvimento das atividades;
- V – comunicar a intenção de realizar alterações ou readequações relevantes no modelo de negócio inovador em decorrência do andamento dos testes;
- VI – demonstrar periodicamente a observância das condições, limites e salvaguardas estabelecidos; e
- VII – informar as ocorrências de reclamações de clientes e apresentar medidas para tratar dos casos frequentes e dos casos de maior relevância.

Poderá, ainda, a empresa submetida à regulação *sandbox* solicitar ao colegiado, fundamentadamente, ampliação, alteração ou revisão dos requisitos regulatórios dispensados, das condições, limites e garantias acordados (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 13, § 3º).

À Comissão de *Sandbox*, também serão resguardadas possibilidades de alteração dos quesitos pactuados com as participantes, porém, apenas quanto à adição de novos mecanismos de monitoramento, podendo, nesta hipótese, realizá-los em conjunto com demais órgãos e autoridades regulatórias de jurisdição estrangeira (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 13, § 4º).

Todos os projetos do decorrentes da regulamentação *Sandbox* deverão ser publicizados pela CVM, devendo, sempre: (i) explicar o significado e o funcionamento da regulação concedida, dando informações sobre a autorização temporária, com

suas datas de início e término; e (ii) conter, em local visível e em formato legível, o aviso (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 14):

As atividades descritas neste material são realizadas em caráter experimental mediante autorização temporária para desenvolvimento de atividade regulamentada no mercado de valores mobiliários brasileiro.

O encerramento da participação das empresas no *Sandbox* regulatório se dará, de acordo com a norma vigente (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 16):

I – por decurso do prazo estabelecido para participação; II – a pedido do participante; III – em decorrência de cancelamento da autorização temporária, nos termos do art. 17; ou IV – mediante obtenção de registro definitivo junto à CVM para desenvolver a respectiva atividade regulamentada.

Nos casos previstos nos incisos I a III retromencionados, será necessário que o participante coloque em prática planos de contingência para descontinuação da atividade regulamentada, incluindo qual será o tratamento a ser dado aos clientes, investidores ou partes interessadas após o fim do procedimento (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 16, § 1º).

Pode, ainda, o colegiado suspender ou cancelar as alterações temporárias concedidas, mediante (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 17):

I – descumprimento dos deveres estabelecidos nos arts. 13, 14 e 15; II – existência ou superveniência de falhas operacionais graves na implementação do modelo de negócio inovador, conforme apurado ou constatado pelo Comitê do *Sandbox*; III – entendimento de que a atividade desenvolvida gera riscos excessivos ou que não tenham sido previstos anteriormente; IV – constatação de que o participante: a) deixou de cumprir com algum critério de elegibilidade; b) apresentou informação inverídica; c) passou a desenvolver modelo de negócio substancialmente distinto do admitido, sem aprovação da CVM; ou V – existência de indícios de irregularidades.

Tal procedimento, entretanto, não exime a participante de (i) demais multas cominatórias extraordinárias, em razão de descumprimentos dos termos da regulamentação concedida; e (ii) instauração de processo administrativo para apurar as responsabilidades da empresa (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 17, § 1º).

Ademais, anteriormente à concretização do cancelamento ou suspensão da autorização temporária, a Comissão de *Sandbox* (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 17, § 2º):

I – poderá formular exigências para que o participante tenha oportunidade de regularizar condutas ou ajustar falhas e riscos, caso sejam sanáveis; e II – deverá informar ao participante do *sandbox* a intenção de suspender ou cancelar a autorização temporária, conforme o caso, concedendo-lhe o prazo de 10 (dez) dias úteis, contados da data de recebimento da comunicação, prorrogáveis por igual período, para apresentar as razões de defesa de sua permanência no *sandbox*.

A CVM deverá, ainda, disponibilizar, em sua página na rede mundial de computadores, informações periódicas quanto aos processos de admissão de novos participantes e ao andamento das regulamentações *Sandbox* em andamento, sendo elas (CVM. Instrução nº 626, 2020, art. 18):

I – estatísticas sobre propostas recebidas, participações aprovadas e propostas recusadas; II – descrição sucinta dos modelos de negócio inovadores testados; e III – perguntas frequentes.

A referida norma definiu, desta forma, as diretrizes, bases e etapas para concessão de autorizações temporárias no Ambiente Regulatório Experimental às empresas com modelo inovador de negócio.

4. ANÁLISE REGULATÓRIA COMPARATIVA

A partir dos normativos apresentados, é possível notar as diferenças presentes entre ambas. Desta forma, é possível traçar uma análise acerca dos prós e contras que cada uma delas proporciona às *fintechs* para, então, entender qual seria a melhor opção para essas empresas buscarem a regulação mais adequada.

De um lado temos a regulação da CVM, a qual criou o Ambiente Regulatório Experimental, que trouxe para o nosso ordenamento nacional o instrumento do *Sandbox* Regulatório, já amplamente utilizado em demais países, como o Reino Unido, e que possui características únicas e inovadoras, como forma de criar regulações mais adequadas para cada tipo de *startup*, dentre elas, as *fintechs*.

Sua maior problemática encontra-se exatamente por ser uma novidade, e, assim, não possuir, ainda, testes e exemplos de sua funcionalidade, o que traz incertezas quanto à sua efetividade e segurança. Mesmo que possua uma larga experiência no estrangeiro, o fato de estar dando seus primeiros passos no cenário nacional dá a ela um caráter ainda de desconfiança aos seus agentes.

Em contraponto, encontramos na Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, a qual determinou as bases regulatórias para as Instituições Financeiras no Brasil, uma regulação já consolidada e comprovada. Sua vasta utilização no cenário nacional proporciona a este regramento uma segurança tanto para seus agentes como para seus consumidores, possuindo, assim, este benefício ao seu favor.

Entretanto, sua longevidade é, também, seu principal obstáculo, visto que, não houve significativas mudanças em seu texto de sua edição em 1964. Desta forma, esta norma regulatória não se atualizou com as inovações presentes no cenário financeiro atual, dificultando a entrada de novos *players* nas regulações, pois, em razão de suas inovações, não possuem os requisitos necessários para se adequarem às bases estabelecidas nesta lei, e assim, são obrigados a alterar suas características para poderem ser enquadradas como instituições financeiras.

Desta forma, surge na esfera da regulação da *fintechs* uma problemática a ser debatida, acerca de qual dos regramentos apresentados seriam mais adequados para estabelecer as bases regulatórias de seu funcionamento.

Temos, então, as benéfcias trazidas pelo Ambiente Regulatório Experimental, proporcionando uma regulamentação própria para cada *fintech*, privilegiando suas excepcionalidades, que são seus trunfos em comparação às instituições financeiras tradicionais, porém com segurança jurídica, visto que é um instrumento nunca antes utilizado no país, em contraste à segurança já existente na regulação de instituições financeiras, em razão de sua consolidação e exemplos de funcionalidade, porém com a necessidade de se alterar suas características para se adequar a um regramento que não as contempla, correndo o risco de perder seu principal benefícios que são as inovações.

4.1. Ambiente Regulatório Experimental

Como visto, o novo modelo regulatório trazido pela Comissão de Valores Mobiliários busca proporcionar um ambiente controlado no qual as mais diversas *startups* possam construir, junto ao órgão e os demais agentes regulatórios de sua atividade econômica, uma nova regulação estruturada a partir de suas características específicas.

O *Sandbox* Regulatório possui exatamente neste artifício de criação de regulações moldadas aos seus agentes seu principal benefício, visto que, as novas *startups* surgentes no mercado possuem especificidades tão únicas e inovadoras que seus respectivos órgãos reguladores não conseguem abarcá-las em seus ordenamentos regulatórios já pré-existentes, tanto por questões relacionadas aos requisitos para tal, como quanto à totalidade de suas atividades econômicas.

O Ambiente Regulatório Experimental não é uma exclusividade das *fintechs*, na realidade sua aplicação se dá tanto para empresas que deveriam estar na alçada da regulação do Banco Central como da Superintendência de Seguros

Privados e mesmo aos demais entes regulados pela Comissão de Valores Mobiliários. Porém, nesta análise, apenas levaremos em consideração o âmbito das *startups* de caráter financeiro.

A solução trazida pela CVM, então, surge como uma alternativa à regulação tradicional existente, visto que, essa cria bloqueios à entrada destes novos entrantes. A principal limitação se encontra no alto custo imposto pelo regramento do BACEN, que tende a aumentar os gastos das *fintechs*.

A razão do ordenamento regulatório do Banco Central trazer tal problemática às novas empresas encontra-se no seu objeto de regulamentação. Originalmente desenhado para instituições financeiras tradicionais, os custos oriundos desse modelo não apresentam empecilhos para as empresas inicialmente pensadas, porém, ao serem transportadas às *fintechs*, em razão de seu caráter de baixo investimento, não se mostra tão eficaz, exatamente por minar um de seus principais diferenciais.

Desta forma, inúmeras foram as empresas prejudicadas por esse modelo ultrapassado. Como principal exemplo temos o caso Fairplace, uma fintech brasileira que possuía sua principal operação o intermédio de concessões de empréstimos entre pessoas, *Peer-to-Peer Lending* (P2P), sem que fosse necessário a utilização de uma instituição financeira para fazer tal ponto entre os agentes.

A empresa iniciou sua operação em abril de 2010, porém, poucos meses após sua inauguração, teve suas atividades encerradas pelas autoridades financeiras, com alegações de prática de crimes contra o sistema financeiro nacional.

Seus representantes apresentaram defesa demonstrando que existia uma lacuna a ser preenchida neste mercado e que, em razão de não haver regulação específica para seu modelo inovador de negócios e por serem apenas uma comunidade de empréstimos constituída como sociedade empresária limitada, estariam dentro da legalidade mediante o Código Civil (CC) e o Código de Defesa do Consumidor (CDC). Argumentaram, ainda, que seus serviços funcionavam basicamente como um *marketplace* virtual onde seus membros disponibilizavam oportunidades de investimento e as pessoas poderiam decidir por aplicar seu capital,

sem haver qualquer tipo de concessão direta de empréstimos ou financiamentos por parte da empresa.

Mesmo com tais esforços, a decisão do Conselho de Recursos do Sistema Financeiro Nacional (CRSFN) decidiu por não acatar seus argumentos, mantendo a determinação pela suspensão das atividades da Fairplace, encerrando, assim, suas operações.

Este exemplo demonstra claramente as dificuldades encontradas por essas novas empresas como modelos inovadores de negócios no atual cenário regulatório nacional, que não possui as ferramentas necessárias para permitir tais atualizações.

Desta forma, o Ambiente Regulatório Nacional surge como uma válvula de escape para que essa modernidade possa ser implementada, sem que haja entraves que dificultem suas atividades ou mesmo que necessite que o caráter revolucionário dessas se perca em detrimento a regramentos extravagantes às suas operações.

Em razão de apresentarem um modelo em que cada empresa estabelecerá, junto aos seus órgãos reguladores competentes e à Comissão de Valores Mobiliários, as diretrizes e regramentos específicos para melhor se enquadrarem a sua realidade, este novo instrumento possibilita que as mais diversas inovações sejam implementadas no mercado nacional sem que percam características imprescindíveis à sua operação no processo de adequação regulatória.

Entretanto, em contraponto a todos os benefícios presentes neste novo modelo regulatório, existe também certa desconfiança quanto à sua segurança jurídica. Mesmo sendo um instrumento devidamente instituído, por meio da Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020, em razão de se tratar de uma novidade regulatória, não existem exemplos de sua aplicação, bem como de seus efeitos para com o sistema financeiro.

É natural que haja tais dúvidas, visto que, ainda não existem exemplos no cenário nacional de empresas que se utilizaram desta nova regulação e lograram êxito em sua aplicação ao caso concreto. Seus efeitos ainda são teóricos, não sendo possível analisar na prática quais seriam as consequências a longo prazo, bem como

se desenvolveriam esses regramentos regulatórios específicos com o passar do tempo e com o crescimento de tais empresas.

Mesmo que existam exemplos variados no cenário mundial quanto à utilização do *Sandbox* Regulatório, importar tais experiências para a realidade do Brasil não é possível em sua totalidade, visto que existem severas diferenças nas estruturas regulatórias e de mercado entre os países.

Podemos tomar como principal exemplo bem-sucedido da aplicação de tal regulação o Reino Unido. Pioneiros na implementação do *Sandbox* Regulatório, os britânicos utilizam deste modelo regulatório desde novembro de 2015, estabelecendo, por meio de sua autoridade de regulação financeira, a *Financial Conduct Authority* (FCA), regras bem claras quanto à elegibilidade de participantes, conforme explica Iago Tannus Santos (SANTOS, 2018):

- (i) a inovação esteja potencialmente no escopo regulatório da FCA; (ii) que seja uma inovação genuína; (iii) que ofereça benefício ao consumidor; (iv) comprovar necessidade de uma *sandbox*, apontando qual ferramenta e o motivo; (v) além de comprovar que a empresa está pronta para testes.

O sucesso deste modelo encontra-se amparado pelos números advindos após o primeiro ciclo de empresas introduzidas no *Sandbox* Regulatório, no qual, das 24 empresas que preencheram os requisitos para participar do projeto, 90% delas mantiveram a pretensão de continuar com os lançamentos de produtos e serviços e 40% receberam auxílios durante ou após o término do ciclo (BARRETO, 2020).

Resta claro, então, a efetividade deste modelo para a realidade do Reino Unido, e como este país já está colhendo os frutos oriundos desta inovação regulatória. Entretanto, não é possível utilizar tais dados como um exemplo direto ao cenário brasileiro, visto que, como explicado anteriormente, o sistema nacional não é espelhado com o britânico.

Ainda, é necessário observar que tal modalidade de regulação não é consenso pelo mundo, visto que, diversos países apresentam modos de se regular as

fintechs, cada qual a forma que melhor se adeque a sua realidade e estrutura normativa.

Dentre os países com menores níveis de regulamentação, como Nova Zelândia, na qual existe um programa de aceleração de *fintechs*, além de um governo que apoia tais empresas, tanto com ações visando seus crescimentos, como com legislações mais amigáveis para incentivar o surgimento de mais agentes no mercado (BRITO, 2018).

Em contraste, temos a Indonésia, que não possui uma legislação regulatória própria para as *fintechs*, apenas classifica suas atividades de acordo com regulamentações já preexistentes no país. Além de sua política de proibição às criptomoedas ocasionar um entrave para o crescimento desse mercado (BRITO, 2018).

Portanto, não é possível elencar um exemplo internacional que se comunique diretamente com o cenário nacional das regulações das *fintechs*, conseqüentemente, traçar uma previsão sobre como os efeitos de tal nova norma influenciarão o sistema financeiro brasileiro não possuiriam caráter de trazer segurança aos agentes envolvidos.

Resta, então, a compreensão de que a inovação trazida pelo Ambiente Regulatório Experimental possui os elementos necessários para alavancar o desenvolvimento das *fintechs*, porém, os riscos envolvendo sua falta de comprovação em solo nacional, em razão de sua precocidade, criam inseguranças que podem afastar tanto essas empresas como possíveis investidores. Cabendo, assim, a estes novos *players* determinar quanto vale o risco de adentrar nesta nova modalidade.

4.2. Regulação De Instituições Financeiras

Em razão dos pontos ora apresentados quanto ao Ambiente Regulatório Experimental, uma alternativa à regulação das *fintechs* é a opção por essa se adequar

como instituição financeira aos olhos do Banco Central. A regulamentação destas já se encontra consolidada no sistema financeiro nacional e, assim, proporcionam maior segurança para os agentes que por ela optam, bem como para seus clientes.

Suas bases encontram-se estabelecidas na Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que determinou os requisitos para uma empresa do âmbito financeira seja enquadrada como instituição financeira, e assim, passar a ser regulada pelo Banco Central do Brasil.

Em razão de sua longevidade, este regramento possui inúmeros exemplos de empresas que a ele foram submetidas e obtiveram sucesso em suas operações em solo nacional, desta forma, garante a devida segurança para que investidores apliquem seu capital nas pessoas jurídicas por ela abarcadas, bem como para que os clientes tenham confiança de usufruírem de seus produtos sem haja a incerteza quanto a garantia de seus investimentos.

Importante salientar que os bancos estatais e de economia mistas não se encontram enquadrados nesta lei, visto que, possuem regramentos próprios de funcionamento e regulação. Porém todos os demais bancos, sociedades de crédito, financiamento e investimentos, das caixas econômicas e das cooperativas de crédito ou a seção de crédito das cooperativas estão englobadas dentro do rol de empresas financeiras reguladas pelo Banco Central.

O BACEN divide suas instituições financeiras em cinco grupos: Bancos com porte maior ou igual a 10% do PIB ou atividade internacional relevante; Bancos de tamanho inferior a 10% do PIB e demais instituições com tamanho superior a 1% do PIB; Bancos e instituições não bancárias com porte de 0,1% a 1% do PIB; Bancos e instituições não bancárias com porte inferior a 0,1% do PIB; e Instituições não bancárias com perfil de risco simplificado, com porte também inferior a 0,1% do PIB (BACEN, 2017).

Desta forma, todas as instituições financeiras, que não possuem ligação com o Estado, encontram-se reguladas pela referida lei, não restando dúvidas quanto ao seu funcionamento ou aplicabilidade, visto que desde sua edição em 1964, inúmeros são os casos de empresas bem-sucedidas sob esta regulação.

Dentre os principais benefícios da utilização desta regulamentação encontra-se como principal fator a segurança que tal modelo apresenta, esta condição se dá, não só em razão de sua consolidação e exemplos de sucesso em sua utilização, mas também nas diversas determinações sobre devem operar tais pessoas jurídicas, como sobre a emissão de ações, a modificação de estatuto, o aumento e subscrição de capital, a obrigação de levantar balanços gerais periódicos e de comunicar o BACEN nomeações ou eleições de diretores e membros de órgãos consultivos, fiscais e demais, em prazo determinado.

Todos esses fatores, junto de demais benefícios oriundos desta regulação, apresentam um ambiente mais seguro para a atividade financeira, sendo assim, um maior atrativo para consumidores que busquem seus serviços, como para investidores que pretendem aplicar seu capital.

Ocorre que, esse numeroso grupo de requisitos e regramentos, existentes para dar seguridade as atividades desenvolvidas por esses agentes, geram um custo muito maior às empresas do que se essas se encontrassem fora do âmbito de regulação desta norma, visto que, maiores deverão ser os investimentos para se adequar a todas as determinações impostas.

Esses custos não costumam impactar as grandes instituições financeiras como os bancos e sociedades de créditos, visto que essas possuem estruturas e capitais sociais preparados para arcar com tais despesas. Sendo repassado ao consumidor o valor por elas despendido na adequação de tais quesitos.

Porém, quando tratamos de *fintechs*, essas possuem um fator diferencial, o baixo investimento, sendo esse seu principal atrativo aos consumidores, visto que, com o baixo custo aplicado em seu funcionamento, podem repassar aos seus clientes serviços mais baratos do que as instituições financeiras tradicionais.

Percebe-se, então, que a adequação ao ordenamento regulatório da Lei nº 4.595 tende a impossibilitar que essas *startups* de caráter financeiro possam ofertar aos seus clientes seu principal diferencial, minando, assim, sua vantagem competitiva quanto aos demais *players* deste mercado.

Assim, essa nova categoria de empresas com atividades econômicas no âmbito financeiro possuem a problemática de determinar qual o caminho seguir, manter suas origens de baixo investimento que as diferenciam das demais opções do mercado ou buscarem se adequar ao arcabouço regulatório do BACEN e, assim, passarem a ser enquadradas como instituições financeiras, dando maior segurança, não só à suas operações, como aos seus consumidores e investidores.

5. CONCLUSÃO

O principal objetivo deste projeto era o de se determinar qual das legislações apresentadas: a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, que regula as instituições financeiras, ou Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020, que estabeleceu o Ambiente Regulatório Experimental, possuía uma melhor relação custo-benefício às *fintechs*, e assim, seria mais adequada para regulamentação.

Para tanto, estabeleceu-se como questionamento norteador quais seriam as vantagens e os prejuízos presentes em cada legislação regulatória, para se compreender os efeitos que a escolha por uma destas trariam para o futuro das *fintechs*, como forma de se determinar a regulamentação mais viável para seus propósitos.

O presente trabalho foi dividido em três capítulos, de modo a se estudar cada um dos fatores que permeiam o tema abordado, e assim, se atingir o devido entendimento acerca das principais circunstâncias que poderiam afetar essas *startups* de caráter financeiro e os efeitos que esses teriam na funcionalidade de suas operações.

Primeiramente foi analisada a definição de *fintech*, para que se pudesse determinar os limites existentes na classificação de empresas nessa categoria, bem como compreender suas principais características inovadoras e como essas são afetadas pelas legislações existentes.

Ainda, houve o estudo do histórico desta nova modalidade de empresa financeira, de maneira a demonstrar como ocorreu o surgimento destas e sua evolução no cenário nacional e internacional, elucidando a falta de normativos regulatórios que devidamente as contemplassem durante quase toda sua história, sendo que, no Brasil, tal situação somente veio a ser corrigida com a criação do Ambiente Regulatório Experimental.

No segundo capítulo temos, então, a apresentação das duas legislações abordadas neste estudo, a Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e a Instrução

CVM nº 626, de 15 de maio de 2020, sendo ambas devidamente pormenorizadas, apresentando seus principais aspectos e quesitos, e descrevendo sua funcionalidade.

Este exame proporcionou o entendimento acerca das características presentes em cada uma das normas, bem como, dialogando com o capítulo anterior, foi possível observar como que as *fintechs* se enquadram ou não em seus requisitos, trazendo a reflexão sobre como estas poderiam ser influenciadas caso fossem submetidas aos seus regramentos.

A partir da reflexão retromencionada, entramos na terceira parte deste projeto, no qual foi realizado o estudo dos benefícios e desvantagens de cada uma das regulamentações apresentadas, restando, assim, a análise acerca de qual delas melhor contemplaria as necessidades das *fintechs* no cenário nacional atual, proporcionando o ambiente mais propício para o desenvolvimento dessas, sem deixar seus investidores e consumidores desamparados frente às constantes instabilidades do mercado financeiro.

Seguir pela adequação aos requisitos existentes na norma do BACEN, que regula as instituições financeiras, figura como caminho mais seguro para estas empresas, uma vez que, as alterações necessárias para seu enquadramento como instituição financeira não necessariamente influiriam em excluir os benefícios existentes neste modelo de negócio, podendo manter o caráter inovador, mesmo que modificado, e acrescentar a segurança já conquistada por esse modelo regulatório.

Entretanto, é necessário destacar que o caráter inovador das *fintechs* não é estanque, não se resume aos produtos oriundos da sua criação. Assim como toda *startup*, as inovações são contínuas ao seu funcionamento, implementando novas tecnologias ao passo que essas são criadas, buscando sempre a modernização e atualização para melhor atender seu público. Assim, mesmo que a primeira vista a conversão em instituição financeira pareça mais vantajosa, as constantes inovações a serem implementadas pelas *fintechs* invariavelmente encontraram entraves na regulamentação tradicional, não permitindo o fomento de novas ideias e processos no âmbito financeiro.

Desta forma, o Ambiente Regulatório Experimental apresenta-se, então, como o futuro da regulação das *fintechs* no Brasil, trazendo o espaço adequado para que essas possam se desenvolver de forma a nunca interromper o processo inovador que as caracteriza. Mesmo apresentando certa insegurança, em razão da falta de experiências que demonstrem sua funcionalidade e efetividade, os exemplos advindos do *Sandbox* britânico, junto aos critérios para admissibilidade e fiscalização, presentes na Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020, das empresas proponentes deste novo modelo regulatório, trazem as devidas garantias para tranquilizar investidores e consumidores.

Ante o exposto, é possível constatar que objetivo traçado por este projeto foi alcançado, uma vez que foi possível evidenciar, a partir do estudo da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964, e da Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020, juntamente com a análise de seus efeitos quanto às particulares características das *fintechs*, que o Ambiente Regulatório Experimental figura como a alternativa mais viável para a regulação destas novas empresas e seu devido desenvolvimento inovador.

REFERÊNCIAS

ARMOUR, John et al. Principles of Financial Regulation. Oxford university press, Oxford, Reino Unido, 2016.

ARNER, D. W.; BARBERIS, J.; BUCKLEY, R. P. FinTech, RegTech, and the Reconceptualization of Financial Regulation. *Northwestern Journal of International Law & Business*, v. 37, n. 3, p. 371-413, Hong Kong, 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Regulação Prudencial. Disponível em: <<https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/regprudencialsegmentacao>> Acesso em: 28 nov. 2020.

BARRETO, Alex. O SANDBOX REGULATÓRIO COMO INSTRUMENTO DE INOVAÇÃO PARA O SISTEMA FINANCEIRO. *Revista Científica Virtual da Escola Superior de Advocacia OAB SP - Direito, Inovação e Tecnologia: Desafios da Economia 4.0*, São Paulo/SP, n. 35, p. 34-46, dez./mar. 2020.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l4595.htm>. Acesso em: 28 nov. 2020.

BRITO, Rafaela dos Santos. Regulamentação sobre fintechs: uma comparação do Brasil com o cenário mundial. 2018. 23 f. Relatório final de pesquisa de Iniciação Científica apresentado à Assessoria de Pós-Graduação e Pesquisa, Centro Universitário de Brasília, Brasília, 2018.

CHIU, Iris H-Y. Fintech and disruptive business models in financial products, intermediation and market-policy implications for financial regulators. *Journal of Technology Law and Policy*, Londres, Reino Unido, 2016.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM. Instrução CVM nº 626, de 15 de maio de 2020. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/600/inst626.pdf>>. Acesso em: 28 nov. 2020.

FINTECHLAB. Report FintechLab 2017. 48 p. São Paulo: Fintechlab, 2017. Disponível em: <http://fintechlab.com.br/wp-content/uploads/2017/02/Report_FintechLab_2017-

2.pdf>. Acesso em: 21 mar. 2019.

LEONG, C. et al. Nurturing a FinTech ecosystem: The case of a youth microloan startup in China. *International Journal of Information Management*, v. 37, n. 2, p. 92-97, Los Angeles, Estados Unidos, 2017.

RIES, Eric. *A startup enxuta: Como os empreendedores atuais utilizam a inovação contínua para criar empresas extremamente bem-sucedidas*. 1 ed. São Paulo: Lua de Papel, 2012.

SANTOS, Iago Tannus. *Regulação de Inovação Financeira*. 2018. 41 f. Monografia apresentada à Banca Examinadora da Faculdade de Direito da Universidade de Brasília, Brasília, 2018.

SERVIÇO BRASILEIRO DE APOIO ÀS MICRO E PEQUENAS EMPRESAS - SEBRAE. O que é uma startup? Disponível em: <<https://www.sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/o-que-e-uma-startup,6979b2a178c83410VgnVCM1000003b74010aRCRD#:~:text=Um%20grupo%20de%20pessoas%20iniciando,em%20condi%C3%A7%C3%B5es%20de%20extrema%20incerteza.>> Acesso em: 25 nov. 2020.