

Carta Propague

edição 3



REGULAÇÃO DE CRIPTOMOEDAS NO BRASIL E NO MUNDO

abordagens e tendências



Sumário

Executivo

Com o crescimento das criptomoedas nos últimos anos, o debate sobre a necessidade de regulação tem ganhado relevância internacional. O movimento, no entanto, não tem sido uniforme nem simples, justamente por ser inicial e haver gaps de compreensão sobre o objeto a ser regulado. Não há uma tendência regulatória clara com adesão múltipla em uma mesma direção, como no caso do Open Finance. O resultado é que empresas e usuários têm dificuldade de acompanhar a situação para tomar decisões. Para contribuir nesse processo, nesta carta analisamos o debate regulatório de países cujas ações têm chamado a atenção recentemente. Nesse sentido, os países selecionados não são necessariamente os que estão mais estabelecidos, mas também aqueles que passaram por mudanças relevantes recentemente. Ao final, as análises são usadas para contextualizar a situação do Brasil e apontar tendências que podem ser esperadas no país e cenário internacional.

Como resultado, foi possível identificar que, apesar da divergência em termos de propostas e abordagens, países como Índia e Austrália estão no mesmo estágio intermediário, a última um pouco mais avançada por já ter regulação estabelecida para ICOs e trading. Apesar de a Austrália ter um discurso muito mais promotor do mercado e a Índia uma postura bastante reativa (ainda que tenha diminuído o tom proibicionista), ambos estão mais no nível do discurso. Tais discursos ajudam a apontar a tendência de que a Austrália pode se tornar cada vez mais atrativa para o mercado e que a Índia pode criar algum espaço de desenvolvimento por ter amenizado a postura anterior de buscar uma proibição ampla, mas, do ponto de vista objetivo do estado da regulação, só é possível afirmar que seus projetos estão sendo avaliados no legislativo.

O padrão se repete entre os mais avançados no debate: há variação de abordagens e posturas com relação ao mercado, mas todos têm marco no qual agentes podem se basear para tomar decisões. Singapura e Japão são os mais estabelecidos dos analisados por terem marcos mais antigos que El Salvador, por exemplo, cuja lei do Bitcoin tem menos de dois meses e gerou incertezas pelo seu conteúdo. Já a China ofereceu clareza ao determinar a proibição total de atividades, não deixando dúvidas de que fará valer a sua determinação. Essa clareza já repercutiu na tomada de decisão dos agentes com o êxodo dos mineradores, por exemplo.

Por fim, dos analisados, apenas os EUA foram categorizados como tendo debate inicial. Apesar de ter múltiplas ações pontuais com judicialização por parte de reguladores, exigência de registro e leis estaduais, não há propostas formalizadas para regular atividades do mercado. Tal debate é bastante recente e se materializou em pronunciamentos de reguladores e legisladores, mas não em projetos com seguimento na câmara e senado federal, com a situação do mercado tendo sido comparada a um velho oeste pelo presidente da *Securities and Exchange Commission* (SEC), equivalente da CVM brasileira. Apesar do estágio atual, a tendência é que o debate avance, já que responsáveis por diversos órgãos reguladores deram sinais de que pressionarão nessa direção, assim como alguns legisladores.

Trazendo essas experiências para o caso do Brasil, o país está em estágio intermediário, mais próximo do da Índia que da Austrália por não ter nenhuma atividade já regulada. Assim como eles, está com projetos no legislativo e há pronunciamentos e diretrizes de reguladores que devem

ser considerados responsáveis em caso de aprovação. Olhando para as propostas a fim de apontar possíveis tendências, a primeira é que o país se enquadra no cenário internacional mais amplo de que o mercado terá que se adaptar a um marco regulatório no curto a médio prazo e este será focado em proteger o usuário, garantir a estabilidade do sistema financeiro, reduzir assimetria de informação e usar CBDCs para competir com stablecoins¹. O que ainda está incerto é a construção dos instrumentos regulatórios e seus respectivos resultados. Nessa frente, olhar para acertos e erros dos países com estruturas já aprovadas pode ser um caminho para uma trajetória menos turbulenta e mais favorável ao mercado brasileiro.

¹ Para entender o que são CBDCs e stablecoins, ver o White Paper "Moedas digitais: entenda o que são criptomoedas, stablecoins e CBDCs". Disponível em: <https://institutopropague.org/analises/moedas-digitais-entenda-o-que-sao-criptomoedas-stablecoins-e-cbdcs/>



Com o crescimento das criptomoedas nos últimos anos - verificado pelo aumento das ICOs (*Initial Coins Offerings*)², da capitalização de mercado das principais moedas virtuais e de seus preços -, o debate sobre a necessidade de regulação desse mercado tem ganhado relevância internacional. Apesar de os reguladores de alguns países agirem pontualmente desde o lançamento do Bitcoin em 2009, as discussões ganharam força nos últimos 2 anos, em especial devido ao crescimento e diversificação do uso de criptomoedas e alguns eventos de destaque como a adoção do Bitcoin como moeda de curso legal em El Salvador e o anúncio do Facebook de que pretendia lançar uma stablecoin de alcance global (primeiro conhecida como Libra e depois como Diem).

O *timing* desses movimentos regulatórios, portanto, não é aleatório. O mercado é bastante recente, com pouco mais de uma década de existência, e havia um entendimento de que não precisaria ser regulado enquanto fosse percebido como de nicho. Como ele tem crescido rapidamente, com novas funcionalidades surgindo em escala significativa de modo a ter maior potencial de transbordamento, autoridades de múltiplos países identificaram a necessidade de agir. Esta não é uma trajetória incomum, a legislação tende a não ser contemporânea às inovações tecnológicas e tendências como o Sandbox Regulatório

têm ganhado relevância justamente por tentar reverter a questão.

A título de exemplo do crescimento do setor, pagamentos com criptomoedas têm se tornado mais comuns, com uma pesquisa apontando que 58% de 500 multinacionais e instituições financeiras entrevistadas fazem uso de pelo menos uma criptomoeda para este fim³. Aplicações derivadas de tecnologias originalmente aplicadas a moedas virtuais - como contratos inteligentes, tokens não fungíveis (NFTs) e protocolos de finanças descentralizadas (DeFi) - também têm se popularizado⁴. Usando DeFi como exemplo, a capitalização de mercado destas saiu de USD 75 bilhões em julho/21 para USD 127 bilhões em setembro/21 de 2021⁵. Com esse crescimento não só de criptomoedas, mas criptoativos em geral, o mercado vai se tornando menos nichado e mais diversificado, portanto, mais suscetível à regulação.

O movimento regulatório, no entanto, não tem sido uniforme nem simples, justamente por ser inicial e haver *gaps* de compreensão sobre o objeto a ser regulado. Algumas dificuldades são: (i) a conceituação do objeto em função dos usos e desafios regulatórios serem diferentes entre cada classe de criptoativos; (ii) dificuldade de responsabilização em função da descentralização das tecnologias e consequente eliminação

² Em tradução livre, oferta inicial de moedas. Um ICO é a oferta de moedas digitais, criptomoedas ou stablecoins, que empresas fazem para investidores com o intuito de capitalizar seu desenvolvimento.

³ PYMNTS. 2021. *Cryptocurrency, Blockchain and Global Business*.

Disponível em: <https://www.pymnts.com/cryptocurrency/2021/new-report-58-percent-of-multinational-firms-are-using-cryptocurrency/>
Acesso em: 1 de outubro de 2021.

⁴ VALOR. 2021 *A era dos smart contracts | Legislação*.

Disponível em: <https://valor.globo.com/legislacao/noticia/2021/09/22/a-era-dos-smart-contracts.ghtml>. Acesso em: 1 de outubro de 2021.

⁵ CNBC. 2021. *How decentralized finance works, and why it's taking on Wall Street*.

Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/09/17/how-decentralized-finance-works-and-why-its-taking-on-wall-street.html>
Acesso em: 1 de outubro de 2021.

⁶ COINGECKO. 2021. *Melhores moedas DeFi por capitalização de mercado*.

Disponível em: <https://www.coingecko.com/pt/categories/decentralized-finance-defi>. Acesso em: 1 de outubro.

de autoridades centrais; (iii) o fato de uma regulação equivocada poder ter efeito reverso por criar incertezas.

Há, por exemplo, países que as consideram legais e outros não. Há ainda quem não determine ilegalidade, mas restrinja o uso. Em termos de classificação, criptomoedas têm sido entendidas tanto como moedas, como commodities e valores mobiliários. Stablecoins têm sido vistas tanto como depósitos à vista, como fundos de mercado monetário⁶. Dependendo da resposta em relação à classificação, o regulador responsável também muda. Na maioria dos casos, há a necessidade de coordenação entre mais de um para atender diferentes necessidades.

Dado o cenário, não há uma tendência regulatória clara com adesão múltipla em uma mesma direção, como no caso do Open Finance. O contexto fica ainda menos previsível porque dentro de um mesmo país a situação pode variar bastante. O que se sabe é que: (i) há um mercado que múltiplos países estão se movimentando para regular; e (ii) não há coesão entre os caminhos que cada país têm seguido na construção da regulação. Basicamente, o cenário internacional hoje se comporta como um pêndulo: entre países há ações que vão e voltam entre duas posições opostas: proibir criptoativos de um lado, e buscar se tornar hub internacional do mercado do outro. Mesmo dentro de alguns países tal movimento pendular se repete.

O resultado dessa dinâmica é que empresas e usuários têm dificuldade de acompanhar os desenvolvimentos. Na falta de um direcionamento claro, a alternativa é consolidar as informações disponíveis sobre como os diferentes agentes de cada país estão pautando o debate regulatório para facilitar o acompanhamento. Para contribuir nesse processo, esta carta localiza onde os países cujas ações têm chamado a atenção recentemente estão posicionados nesse pêndulo regulatório e quais as medidas que justificam a posição. Nesse sentido, os países selecionados não são necessariamente os que estão mais estabelecidos, também há aqueles que passaram por mudanças relevantes recentemente. Ao final, as análises são usadas para contextualizar e posicionar a situação do Brasil e apontar as tendências que podem ser esperadas no país e do cenário internacional.

⁶ COINGECKO. 2021. Melhores moedas DeFi por capitalização de mercado. Disponível em: <https://www.coingecko.com/pt/categories/decentralized-finance-defi>. Acesso em: 1 de outubro.



1. De proibir a promover: os polos do debate regulatório

Dentro da dinâmica regulatória pela qual o mercado está passando, existem dois polos onde os países podem se enquadrar: a proibição total e a busca ativa por promover o mercado ao ponto de se tornar um hub internacional atrativo para empresas do setor. A postura proibitiva tende a ser justificada sob argumentos de que criptoativos são largamente usados para atividades ilícitas, pouco sustentáveis, ou ainda que há ameaça à estabilidade do sistema financeiro. A partir desse diagnóstico, os reguladores entendem que a melhor resposta é tirar os ativos de circulação. O exemplo mais agressivo dessa abordagem é a China, que passou por um processo gradual de resistência ao mercado que culminou em uma proibição geral em setembro.

Na outra ponta estão aqueles que veem no mercado de criptoativos uma oportunidade de desenvolvimento do setor financeiro ou mesmo

do país e, ainda que diagnostiquem falhas semelhantes, optam por regulá-lo para corrigir estas falhas com o intuito de criar um ambiente com segurança jurídica propício para o crescimento das atividades e atração de usuários e empresas. São aqueles que buscam ser um hub regional ou internacional do setor. Exemplos dessa abordagem têm sido principalmente países menores como Malta, Gibraltar e Liechtenstein. O exemplo trabalhado aqui é Singapura, já que há movimentações recentes no país e o anúncio explícito de países maiores, como a Austrália, de que este está sendo o benchmarking para suas próprias propostas regulatórias.

Começando com a apresentação desses dois casos, os casos podem ser posicionados em relação a eles de modo a identificar tendências que os agentes do mercado possam se basear para acompanhar as muitas mudanças pela qual este está passando.

I. CHINA

Mesmo com uma das maiores bases de usuários de criptomoedas do mundo - tendo tido o segundo maior valor movimentado no primeiro semestre de 2021⁷ -, a China tem uma postura antiga de resistência ao mercado que escalou recentemente em meio a um movimento maior das autoridades chinesas de controlar a expansão das fintechs como todo. Esse movimento tem sido chamado de *fintech crackdown*. As primeiras ações restritivas vieram em 2013 e foram direcionadas ao Bitcoin. Nesse momento, o governo chegou a reconhecer a criptomoeda como propriedade virtual, o que significava que chineses poderiam detê-la, mas proibiram sua utilização para transações.

Um segundo movimento, em 2017, tornou os ICOs ilegais e determinou o fechamento das corretoras locais. Chegando em 2019, o Banco Central Chinês - PBoC (*People's Bank of China*) - anunciou que bloquearia o acesso a todos os sites domésticos e estrangeiros de corretoras de criptomoedas e ICOs. Nesse momento, três órgãos representantes da indústria chinesa⁸ anunciaram apoio às medidas alegando que os riscos de transacionar moedas virtuais são muito altos dado que não possuem valor real, têm preços facilmente manipuláveis e contratos comerciais relacionados a elas não possuem proteção legal no país.

⁷ CHAINANALYSIS. 2021a. *Cryptocurrency and China: Analyzing China's Historic Cryptocurrency Activity Amidst Government Crackdowns*.

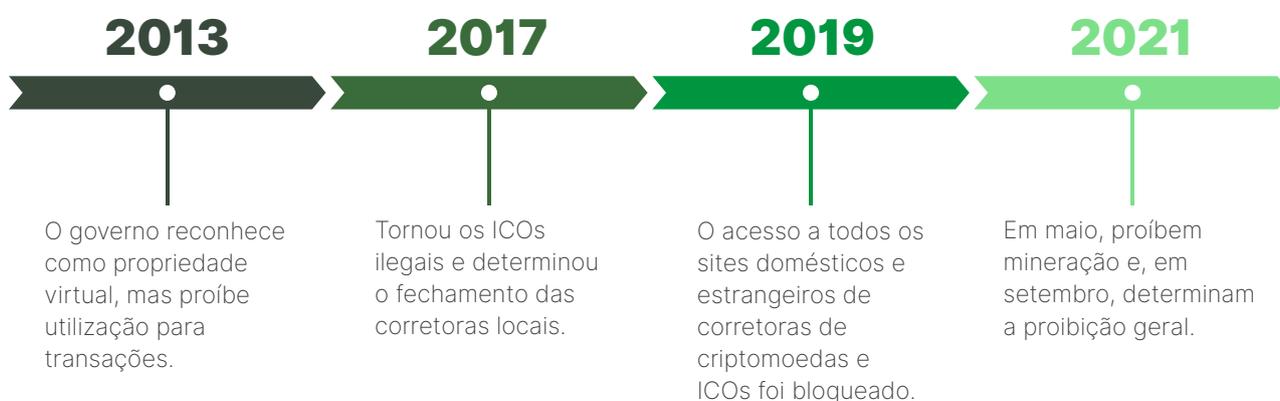
Disponível em: <https://go.chainalysis.com/cryptocurrency-china-report.html>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

⁸ National Internet Finance Association of China, China Banking Association e Payment and Clearing Association of China.

Apesar do histórico já desfavorável, foram dois movimentos regulatórios de 2021 que realmente transformaram tanto o mercado chinês como o internacional. Em maio, a mineração de criptomoedas foi proibida sob o argumento de que tal atividade seria contrária aos objetivos de sustentabilidade do país. Em setembro, veio a proibição total: o PBoC soltou um comunicado afirmando que transacionar qualquer tipo de ativo digital

passaria a ser proibido tanto para os cidadãos como para as empresas chinesas⁹. Como transações de criptomoedas para moedas fiduciárias já eram proibidas, assim como mineração e ICOs, todas as atividades com criptomoeda ficaram efetivamente banidas. A proibição contou com a assinatura de nove autoridades do país, com destaque para a Suprema Corte e os reguladores do mercado de valores mobiliários.

Figura 1 | Linha do tempo do debate regulatório na China



Fonte: elaboração própria

Uma das principais justificativas dos reguladores para essa abordagem é a volatilidade de preços. A preocupação sempre existiu e motivou todas as ações contrárias ao mercado, mas ganhou força em abril deste ano após o Bitcoin alcançar USD 60 mil apenas para ter uma queda de 40% em dois meses. As autoridades também alegam que a natureza descentralizada das criptomoedas estimula a população a contornar os controles de capital do país, que impedem os chineses de converter mais de 500 mil Yuans em moedas estrangeiras no ano¹⁰, a-

meaçando a soberania e estabilidade financeira do país. O Presidente Xi Jinping também destacou preocupações ambientais e com relação às atividades ilícitas, que são historicamente um problema no país: a China está entre os 5 países que mais recebem recursos ilícitos por meio de criptomoedas em todos os principais tipos de crime cibernético¹¹. Isso pode ser apenas reflexo do tamanho do mercado chinês, mas o volume chama atenção das autoridades e eles alegam influenciar as tomadas de decisão.

⁹ ISTO É: DINHEIRO. 2021 *China proíbe bitcoin*. Disponível em: <https://www.istoedinheiro.com.br/china-proibe-bitcoin/>. Acesso em: 1 de outubro de 2021.

¹⁰ SCMP. *China's bitcoin crackdown: what's next for the original cryptocurrency?* Disponível em: <https://www.scmp.com/tech/big-tech/article/3141253/chinas-bitcoin-crackdown-why-it-happening-and-whats-next-original>. Acesso em: 1 de outubro de 2021

¹¹ CHAINANALYSIS. 2021a. *ibid*.

As proibições já tiveram desdobramentos, principalmente no caso da mineração, pois o país era responsável por 65% dessa atividade em 2020¹². No caso da proibição geral, o efeito mais imediato foi na cotação do Bitcoin, que caiu quase 10% logo após o anúncio¹³. Vale focar nas reações em relação à mineração, no entanto, porque trouxe um efeito praticamente imediato de reconfiguração do mercado. Logo após a proibição, as três principais províncias atuantes em mineração de criptomoedas na China, que juntas tinham participação de 80% do poder computacional usado na atividade, se comprometeram a fechar as chamadas “mining farms”. Em decorrência desses fatos, grandes operações saíram da China em direção aos EUA e países da Ásia Central e isso causou uma queda brusca na capacidade de mineração em um primeiro momento, resultando em perdas no mercado¹⁴.

Há quem enxergue o êxodo como positivo no médio e longo prazo: a redução da concentração geográfica da rede de mineração tornaria o mercado menos vulnerável à regulação de um único país¹⁵. Não há certeza, no entanto, se tal

movimento acontecerá ou se o mercado continuará concentrado, mas em outro lugar. Dados de outubro indicam que 3 países concentram hoje os mesmos 65% anteriormente detidos pela China, com os EUA chegando a 35,4% sendo que, no início do ano, possuía 16,8%¹⁶. Apesar da incerteza se haverá ou não diminuição representativa da concentração geográfica, as expectativas positivas se mantêm pelo fato de já ser uma melhora em relação a um cenário em que movimentos regulatórios de um país sozinho tinham impacto desproporcional nos resultados.

A trajetória regulatória da China se destaca, portanto, por ocorrer em um dos mercados mais relevantes em termos de volume e infraestrutura de operação e pela linearidade das ações: sempre na direção de combater o crescimento do mercado. Também há uma contribuição adicional para o debate: a de representar a abordagem regulatória mais repressiva possível. Uma vez compreendido o cenário oposto, ambos passam a funcionar como uma régua para compreender o estado do debate internacional.

¹² CHAINANALYSIS. 2021a. *ibid*.

¹³ EXAME. 2021. ***Cinco razões para o preço do bitcoin permanecer abaixo de US\$ 50 mil.***

Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/cinco-razoes-para-o-preco-do-bitcoin-permanecer-abaixo-de-us-50-mil/>
Acesso em: 13 de outubro de 2021

¹⁴ RAUCHS, M. 2021. ***Geographic shift - News & insight - Cambridge Judge Business School.***

Disponível em: <https://www.jbs.cam.ac.uk/insight/2021/geographic-shift/>. Acesso em: 13 de outubro de 2021.

PYMNTS. 2021. ***US Now Claims Bitcoin Mining Crown.***

Disponível em: <https://www.pymnts.com/cryptocurrency/2021/us-now-claims-bitcoin-mining-crown/>. Acesso em: 13 de outubro de 2021.

¹⁵ COINDESK. 2021. ***Bitcoin, Ethereum, Crypto News and Price Data.***

Disponível em: <https://www.coindesk.com/3-reasons-why-chinas-bitcoin-crackdown-isnt-all-that-bad/>. Acesso em: 1 de outubro de 2021.

¹⁶ RAUCHS, M. *ibid*

II. SINGAPURA

Singapura talvez seja o principal exemplo no debate regulatório na área de cripto, tendo sido citado como referência por países que estão discutindo seus próprios marcos. O país asiático se tornou um dos principais hubs de desenvolvimento do setor, com as autoridades locais atribuindo o resultado diretamente à estrutura regulatória construída nos anos anteriores. Além de uma espécie de pioneirismo, a legislação é marcada pela objetividade e busca por simplificar um tema marcado por sua complexidade.

A construção dessa estrutura aconteceu devi-

do ao objetivo do país de se tornar uma “nação inteligente” e que uma das necessidades para atingi-lo seria incentivar novos investimentos por meio de maior clareza sobre o funcionamento do mercado de criptoativos¹⁷. Considerando que a regulação em Singapura é mais avançada, ela pode ser usada como referência comparativa oposta à China para ajudar a posicionar países que ainda estão construindo seus projetos no debate. O quadro abaixo destaca os principais pontos da estrutura regulatória do país e servirá de fio da meada para o resto das análises.

Figura 2 | Destaques da estrutura regulatória de Singapura

Categoria	Situação em Singapura
Regulador	Banco Central (MAS)
Status jurídico	Classificação pelo uso: os tokens podem ser entendidos como valores mobiliários, meio de pagamento, commodities, serviços ou híbridos. Não são moeda de curso legal.
Tipo de regulação	Adaptação de leis existentes para acomodar criptoativos: Payment Systems Act (PSA), Securities and Futures Act (SFA).
Custódia	Autorizada e regulada dentro de mecanismos pré-existent da PSA e SFA.
Pagamento	Autorizada e regulada a partir da atualização do PSA.
Trading	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA.
ICO	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA.
Mineração	Não é regulada.
AML/CFT ¹⁸	Em vigor.

Fonte: elaboração própria baseada em

<https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/comparison/640/6894/11260-11264-11274-11280-11287-11292-11295-11299-11302>

¹⁷ CHUA, T. 2021. *Blockchain 2021: Global Practice Guides*. Disponível em:

<https://practiceguides.chambers.com/practice-guides/comparison/640/6894/11260-11264-11274-11280-11287-11292-11295-11299-11302>

Acesso em: 5 de outubro de 2021

¹⁸ Legislação contra lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo.

O primeiro ponto a chamar atenção é o foco da regulação na atividade: o processo regulatório ocorre de modo que a definição do status jurídico do criptoativo é feita a partir do seu uso. Uma vez classificados juridicamente, passam a ser regidos por legislações vigentes que no máximo têm sido adaptadas para englobar alguma especificidade do setor. Não foi criado um novo marco regulatório específico. Com relação à governança, o país definiu a existência de um mercado de ativos digitais e delegou a responsabilidade exclusivamente ao Banco Central local (MAS), que deve verificar a aderência dos agentes das instituições às legislações correspondentes¹⁹.

No caso da definição do status jurídico, o resultado da abordagem é uma política casuística: o criptoativo pode ser classificado como qualquer categoria de ativo a depender de para quê está sendo usado. Pode ser valor mobiliário, commodity, meio de pagamento, utility e outros. As atividades relacionadas a ICOs e tokens de valor mobiliário, por exemplo, são regulados pelo “*Securities and Futures Act*”. Criptomonedas são definidas como tokens digitais para pagamento e, portanto, devem obedecer ao “*Payment Services Act*”. Em todos os casos, se a legislação se aplica às atividades de um agente do mercado de ativos digitais, é o MAS quem supervisiona²⁰.

Também chama atenção que, mesmo buscando ativamente ser um hub para o mercado e tendo postura favorável ao seu desenvolvimento, Singapura não optou por considerá-las moedas de curso legal e impôs rígidas medidas contra lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo dentro das legislações de pagamentos e valores mobiliários. Vale ressaltar que, apesar de não ser curso legal, podem ser usados para pagamentos desde que ambas as partes estejam de acordo com isso. Considerando que uma gama de atividades é autorizada e regulada no mercado (custódia, trading, pagamentos, emissão...), tal postura condiz com o objetivo explícito inicial de garantir segurança jurídica, estabilidade financeira e um ambiente propício a novos investimentos.

É um indicativo também de que uma abordagem promotora do mercado não é sinônimo de leniente com quaisquer tipos de atividade. A ideia é justamente a regulação ser rígida na mitigação de riscos para ser mais flexível nos processos que induzem inovação. Em agosto foi possível acompanhar esse lado da regulação: a empresa Binance teve sua autorização para oferecer serviços regulados pelo MAS em Singapura suspensa por infringir regras do sistema de pagamentos. Também em 2021 o MAS vem propondo o Omnibus Act, que pretende ampliar o escopo dos requisitos de combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo para que toda instituição com atuação relevante no país tenha que seguir nas atividades internacionais os mesmos padrões regulatórios exigidos em Singapura²¹.

A combinação de todas as medidas mencionadas aponta uma estrutura completa e pragmática de como inserir criptoativos no corpo regulatório existente por meio da acomodação das atividades por eles desenvolvidas. A partir dessa referência, assim como da proibição chinesa, outros casos são analisados. Não significa que a construção regulatória de Singapura é certa e melhor que a de outros países, apenas que pode servir como âncora para identificação de tendências daqueles cujo debate ainda está em desenvolvimento.

¹⁹ CHUA, T. *ibid.*

²⁰ CHUA, T. *ibid.*

²¹ CHUA, T. *ibid.*

2. O cenário internacional

Entre países como China e Singapura estão aqueles em que os debates regulatórios são menos claros ou estão em estado de mudança, seja pelos principais agentes terem visões bastante distintas de qual caminho deve ser seguido, seja por não saberem o que deve ser feito a partir do momento que se decide regular o mercado, seja pelo surgimento de novos eventos que demandam mudança no cenário interno. Os casos analisados são Índia, Austrália, Japão e El Salvador. Todos têm em comum o fato de múltiplas discussões estarem ocorrendo em um período curto de tempo, mas possuem abordagens bastante diferentes entre eles. Em alguns casos, o resultado pode ter efeitos relevantes para um mercado inerentemente globalizado. Os contextos são:

- Na Índia há um projeto de lei que traz incertezas se haverá um banimento equivalente ao chinês ou uma construção mais favorável ao mercado sendo discutido desde o início do ano.
- Nos EUA, o presidente Biden anunciou um plano de infraestrutura que seria financiado por meio de regulações envolvendo a tribu-

ção de criptoativos e indicou nomes considerados resistentes ao mercado para instituições reguladoras.

- Na Austrália há um comitê concentrado em desenvolver um marco regulatório para o tema ainda este ano com o intuito explícito de tornar o país um hub regional de modo a manter empregos relacionados à tecnologia no país.
- No Japão, stablecoins, protocolos de DeFi e ataques cibernéticos induziram um debate para tornar a regulação, que já é estabelecida, mais rígida em algumas frentes.
- Em El Salvador houve a implementação da lei que instituiu o Bitcoin como moeda de curso legal de aceitação obrigatória em todos os estabelecimentos comerciais com acesso à internet.

Entender os movimentos regulatórios desses países não apenas ajuda a compreender a conjuntura de cada um desses mercados, mas também contribui para a compreensão da dinâmica mais macro do debate regulatório internacional: que ele não é linear, uniforme, nem simples.

I. ÍNDIA

Apesar de estar inserida em um contexto de forte busca por digitalização do sistema financeiro por meio de iniciativas como o projeto de identidade digital Aadhar e a plataforma de pagamento instantâneo UPI, precursora e equivalente indiana do Pix, a Índia tem um histórico regulatório complicado com o mercado de criptoativos. Em abril de 2018, por exemplo, o Banco Central do país (RBI) proibiu todos os bancos e instituições financeiras

de oferecer transações em criptomoedas sob o argumento de que seriam largamente utilizadas para atividades ilícitas. Em 2019, o governo indiano tentou passar uma proibição generalizada como a atual chinesa sob recomendação do comitê do país dedicado ao estudo de fintechs²². Diferente da China, no entanto, o caminho regulatório não tem sido unidirecional: em ambos os casos a Suprema Corte interveio e derrubou a proibição.

²² Tradução livre. FINANCIAL EXPRESS. 2021. *Why crypto community in India is bullish even as the Govt delays regulation*. Disponível em: www.financialexpress.com/money/cryptocurrency-future-in-india-why-crypto-community-is-bullish-as-modi-govt-delays-regulation/2306299 / Acesso em: 1 de outubro de 2021.

A situação não acalmou, no entanto, porque o governo e os reguladores mantiveram a intenção de restringir o crescimento do mercado no início de 2021, quando houve nova tentativa de banimento generalizado na forma de um projeto legislativo: A proposta tinha como objetivo proibir emissão, mineração, posse, negociação e transferências de criptoativos. Se acatada, se tornaria a mais rígida até aquele momento, uma vez que a proibição chinesa só aconteceria em setembro. A ministra das finanças, no entanto, negou que o banimento seria completo e sim direcionado, garantindo janelas para que a tecnologia de blockchain e criptoativos pudessem ser exploradas no país²³.

Na prática, as corretoras seguiram com dificuldade para acessar serviços financeiros e, em julho, o presidente do RBI explicitou que a posição da instituição com relação ao mercado seguia a mesma²⁴ e que aceleraria seu projeto para uma moeda digital emitida pelo próprio Banco Central, a e-rupi, até o fim do ano a fim de usá-la como substituta às criptomoedas e stablecoins²⁵. Houve inclusive sugestões de que moedas virtuais fossem proibidas na situação do lançamento da e-rupi e fosse criado um período de transição para indianos converterem as moedas privadas na CBDC. Apesar do tom inicialmente bastante proibitivo, as movimentações de setembro parecem reforçar a fala de que haverá

espaço para desenvolvimento da tecnologia.

Apesar de o RBI manter que têm "sérias e importantes preocupações sobre criptomoedas no que diz respeito à estabilidade financeira"²⁶, o governo sinalizou que pretende compartimentalizar a regulação pelos casos de uso. Se a proposta (que não foi aberta ao público) avançar, isso garantiria ao RBI espaço para agir em cima de suas preocupações com estabilidade financeira sem precisar recorrer a uma proibição generalizada que iniba o desenvolvimento das outras atividades²⁷.

A evolução da discussão na Índia, portanto, a coloca no mencionado movimento pendular interno: se desde 2018 o país esteve sistematicamente próximo de uma proibição generalizada como a que hoje vigora na China (inclusive com propostas mais antigas de fazê-lo), seu sistema jurídico sistematicamente derrubou tais iniciativas e, desde setembro, há algum indício que a abordagem do governo pode mudar. Ainda assim, uma análise lado a lado da proposta indiana com a estrutura de Singapura mostra que o país segue resistindo ao mercado, mesmo que opte por regulações duras ao invés de proibições. Segue restritivo porque a construção regulatória gira em torno de controlar o mercado e parte de suas atividades mais do que de garantir condições para seu crescimento.

²³ EXAME. 2021. **Índia quer proibir circulação de criptomoedas. Mas isso é realmente possível?** Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/regulacao/india-quer-proibir-circulacao-de-criptomoedas-mas-isso-e-realmente-possivel/#:~:text=%22Ca%20a%20proibi%C3%A7%C3%A3o%20seja%20imposta,uso%20para%20lavagem%20de%20dinheiro>
Acesso em: 1 de outubro de 2021.

²⁴ COINDESK. 2021. **India May Have Quietly Shown Its Hand on Crypto Regulation.** Disponível em: <https://www.coindesk.com/policy/2021/07/01/india-may-have-quietly-shown-its-hand-on-crypto-regulation/>
Acesso em: 3 de outubro de 2021.

²⁵ CNBC. 2021. **India could begin trials for a digital rupee by December, central bank governor says.** Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/08/27/india-central-bank-rbi-digital-rupee-trials-could-begin-by-december.html>. Acesso em: 5 de outubro de 2021.

²⁶ MONEY CONTROL. 2021. **Crypto Exchanges Hopeful Of A Middle Ground On Regulation Even As RBI Guv Raises Red Flag.** Disponível em: <https://www.moneycontrol.com/news/business/cryptocurrency/crypto-exchanges-hopeful-of-a-middle-ground-on-regulation-even-as-rbi-guv-raises-red-flag-7450831.html>. Acesso em: 5 de outubro de 2021

²⁷ ECONOMIC TIMES. 2021. **Govt plans to bring a bill, cryptocurrencies to be treated as commodity.** Disponível em: <https://economictimes.indiatimes.com/markets/cryptocurrency/virtual-currencies-govt-plans-to-bring-a-bill-cryptos-to-be-treated-as-commodity/articleshow/85886012.cms>. Acesso em: 5 de outubro de 2021.

Figura 3 | Estrutura do debate regulatório na Índia em relação a Singapura

Categoria	Situação na Índia até agosto de 2021	Situação na Índia a partir de setembro de 2021	Situação em Singapura
Regulador	Nenhum, haveria banimento generalizado	Indefinido na proposta	Banco Central (MAS)
Status jurídico	Nenhum, haveria um banimento generalizado	Proposta de classificar pela tecnologia: commodities/ ativos digitais	Classificação pelo uso: os tokens podem ser entendidos como valores mobiliários, meio de pagamento, commodities, serviços ou híbridos. Não são moeda de curso legal
Tipo de regulação	Nenhum, haveria um banimento generalizado	Proposta de marco regulatório específico com atribuição de regras para cada uso de criptoativos	Adaptação de leis existentes para acomodar criptoativos: Payment Systems Act (PSA), Securities and Futures Act (SFA)
Custódia	Proposta de proibir	Não regulado	Autorizada e regulada dentro de mecanismos pré-existentes da PSA e SFA
Pagamento	Proposta de proibir	Não regulado, mas recomendação é proibir	Autorizada e regulada a partir da atualização do PSA
Trading	Proposta de proibir	Não regulado	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
ICO	Proposta de proibir	Não regulado	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
Mineração	Proposta de proibir	Não regulado	Não é regulada
AML/CFT	Não se aplica porque proposta era proibir	Não regulado	Em vigor

Fonte: elaboração própria.

II. AUSTRÁLIA

Assim como a Índia, a Austrália ainda não tem um marco regulatório para criptoativos e está debatendo o assunto em um comitê legislativo, cujas recomendações foram abertas ao público no fim de outubro. Originalmente o comitê foi criado em 2019 para discutir fintechs e tecnologias regulatórias, mas em março de 2021 seu escopo passou a inserir a questão dos criptoativos. A abordagem australiana, no entanto, não guarda outras semelhanças com a indiana e tem como destaque o objetivo oposto de criar um marco regulatório guarda-chuva para fortalecer inovação no setor e manter trabalhos qualificados no país. A diferença fica evidenciada pelo fato de a Austrália já ter medidas pontuais em vigor que regulam algumas atividades do mercado, enquanto as medidas pontuais na Índia só existiram no sentido da proibição.

A proposta australiana chama atenção porque, apesar de outros países mencionarem a intenção de estimular inovação, a dimensão de emprego não costuma ser destacada. É uma abordagem, portanto, promotora de criptoativos que busca tornar o país um hub para além das 400 corretoras já registradas no país. A intenção é dominar o mercado de custódia de criptoativos captando um mercado de USD 1 trilhão. Uma questão que

segue os desafios evidenciados por outros países, no entanto, é a dificuldade em definir em que classe enquadrar criptoativos. O Banco Central do país (RBA) tem como posição que não devem ser consideradas moedas por não conseguirem reproduzir suas três funções básicas de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. O país, nesse sentido, não tem pretensões de defini-los como curso legal, ainda que não tenha também a intenção de impedir que duas partes as usem como forma de pagamento em comum acordo. Maior preocupação, no entanto, foi demonstrada com stablecoins, mesmo que não haja emissão lastreada no dólar australiano nem uso de alguma como meio de pagamento no país.

O crescimento de stablecoins nos EUA e China, assim como propostas de empresas australianas de que o setor privado e o governo fizessem parceria para lançar uma no país²⁸, fizeram com que o RBA se debruçasse sobre o tema a fim de determinar potenciais riscos e gaps regulatórios²⁹. A posição até o momento aponta para a inclusão de medidas que controlem o crescimento desse mercado em função do seu potencial risco sistêmico³⁰. Como fazer isso, no entanto, ainda está em discussão. Assim como as implicações de um projeto de CBDC como substituta para stablecoins³¹.

²⁸ FINANCIAL REVIEW. 2021. Afterpay calls for \$A 'stablecoin' policy to cut payment costs. Disponível em: <https://www.afr.com/companies/financial-services/afterpay-urges-rba-to-create-a-stablecoin-to-cut-payment-costs-20210908-p58pql>. Acesso em: 3 de outubro de 2021.

²⁹ RESERVE BANK OF AUSTRALIA. 2021. *Submission to the Senate Select Committee on Australia as a Technology and Financial Centre - July 2021*. Disponível em: <https://www.rba.gov.au/publications/submissions/payments-system/pdf/inquiry-into-australia-as-a-technology-and-financial-centre.pdf>. Acesso em: 4 de outubro de 2021.

³⁰ FINANCIAL REVIEW. *ibid.*

³¹ PARLIAMENT OF AUSTRALIA. 2021. *Select Committee on Financial Technology and Regulatory Technology - Parliament of Australia*. Select Committee on Financial Technology and Regulatory Technology - Parliament of Australia. Acesso em: 4 de outubro de 2021

Apesar de não haver definição sobre como será a regulação guarda-chuva australiana, apenas recomendações do comitê, os representantes do mercado viram o movimento com bons olhos e expectativas positivas de que o resultado promoverá segurança jurídica, diminuirá fraudes e facilitará o crescimento e desenvolvimento das empresas saudáveis do setor³². O país aparece, portanto, como exemplo de uma construção colaborativa do marco regulatório nos mesmos moldes de Singapura, movimento intencional já que o país foi referência explícita

para o debate realizado no comitê.

Na análise comparativa, no entanto, chama atenção que os australianos têm pretensão de regular a mineração com o intuito de torná-la mais sustentável e de criar uma nova categoria de instituição financeira para englobar o setor. Ambas as iniciativas são ainda mais proativas que as desenvolvidas por Singapura na busca por se tornar um hub para criptoativos, o que o governo australiano anunciou ser intencional para tornar o país mais competitivo frente ao benchmark³³.

³² INVESTOR DAILY. 2021. *Even crypto evangelists are calling for regulation*.

Disponível em: <https://www.investordaily.com.au/regulation/49810-even-crypto-evangelists-are-calling-for-regulation>. Acesso em: 5 de outubro de 2021.

³³ CNBC. 2021. *Australia on changing laws to accommodate cryptocurrencies*.

Disponível em: <https://www.cnbc.com/2021/10/21/australia-on-changing-laws-to-accommodate-cryptocurrencies.html>. Acesso em: 05 de outubro de 2021.



Figura 4 | Estrutura do debate regulatório na Austrália em relação a Singapura

Categoria	Situação na Austrália	Situação em Singapura
Regulador	<ol style="list-style-type: none"> Indefinido para o marco regulatório sendo discutido em comitê Mecanismos pontuais vigentes envolvem múltiplos reguladores, como o Australian Transaction Reports and Analysis Centre (AUSTRAC) e Australian Securities and Investments Commission (ASIC) 	Banco Central (MAS)
Status jurídico	<ol style="list-style-type: none"> Recomendação de mapeamento de tokens para determinar a melhor maneira de caracterizar os vários tipos de criptoativos Recomendação de criação de uma nova categoria de instituição financeira chamada Decentralised Autonomous Organisations 	Classificação pelo uso: os tokens podem ser entendidos como valores mobiliários, meio de pagamento, commodities, serviços ou híbridos. Não são moeda de curso legal
Tipo de regulação	Indefinido	Adaptação de leis existentes para acomodar criptoativos: Payment Systems Act (PSA), Securities and Futures Act (SFA), Goods and Services Tax Act (GST)
Custódia	Não regulado, mas recomendação é autorizar e regular	Autorizada e regulada dentro de mecanismos pré-existentes da PSA e SFA
Pagamento	Não regulado, mas recomendação é autorizar e regular	Autorizada e regulada a partir da atualização do PSA
Trading	Autorizado e regulado pela AUSTRAC	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
ICO	Autorizado e regulado pela ASIC	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
Mineração	Não regulado, mas recomendação é autorizar e regular	Não é regulada
AML/CFT	Em vigor	Em vigor

Fonte: elaboração própria baseada em

<https://www.cNBC.com/2021/10/21/australia-on-changing-laws-to-accommodate-cryptocurrencies.html>;

<https://asic.gov.au/regulatory-resources/digital-transformation/initial-coin-offerings-and-crypto-assets/>;

<https://www.coindesk.com/policy/2021/10/21/australian-senate-committee-makes-12-recommendations-for-crypto-regulation/>

III. JAPÃO

Diferente da Índia e da Austrália, que não têm um marco regulatório definido para criptoativos, o Japão serve aqui de exemplo de um país pioneiro no tema que começou a se estruturar já em 2014. Ainda que já tenha um marco, no entanto, o país segue o entendimento de que é preciso atualizá-lo e adaptá-lo com frequência dado o dinamismo do setor. O Japão representa, portanto, um perfil regulatório mais avançado que remonta a um evento específico: um grande ataque criminoso em 2014 que ficou conhecido como o “Mt. Gox Hack”. Os desdobramentos do caso levaram as autoridades japonesas a montar um grupo de trabalho que embasasse um marco regulatório para o setor. A lei construída a partir do relatório final do grupo foi implementada em 2016 como emenda ao Sistema de Pagamentos Japonês. Nesse momento, se tornou obrigatório que corre-

toras de moedas virtuais se registrassem com as autoridades.

Um novo ataque de grandes proporções em 2018 motivou um reforço na estrutura regulatória do país, que se tornaria então mais rígida e passaria a incluir medidas de Know Your Client (KYC), inspeções presenciais e ações contra lavagem de dinheiro. Essas medidas foram novamente modificadas em 2019: houve o abandono do termo moedas virtuais em favor de criptoativos devido à diversificação de funcionalidades dos produtos do mercado, a criminalização da prática de espalhar rumores sobre criptomoedas, e a proibição da mistura de recursos de usuários e da corretora. Quando essas mudanças estavam para se tornar vigentes em 2020, uma nova rodada foi anunciada³⁴.

Figura 5 | Evolução regulatória japonesa

- **Sistema de Pagamentos:** houve uma atualização nos critérios que configuram um negócio como corretora de criptoativos de modo a esclarecer que bancos e seus subsidiários não podem oferecer custódia de criptoativos, e a tornar empresas focadas na custódia dos ativos equivalentes às corretoras e à regulação aplicada a elas. Também foram criadas regras mais rígidas no âmbito da separação entre recursos dos clientes e da companhia, com os dos clientes precisando ser custodiado por terceiros e os da companhia nos chamados “armazenamentos frios”³⁵. Elas só podem manter consigo o equivalente aos recursos de seus clientes.

- **Proteção contra lavagem de dinheiro e KYC:** empresas, tanto instituições financeiras como corretoras de criptoativos, devem exigir dois documentos de identificação únicos de novos clientes quando forem fazer os procedimentos de KYC. A prática em si já era comum, mas o objetivo foi criar padrões formais que facilitassem due dilligence.

- **Valores mobiliários:** a legislação do país passou a contar com regras específicas para ICOs, uma vez que tokens foram formalmente classificados como valores mobiliários, e com uma organização autorreguladora focada nessa atividade (JVCEA). Também foram criadas novas regras para o trading de derivativos de criptoativos, que passou a só poder ser feito por empresas registradas de acordo com a FIEA, legislação de mercado de capitais japonesa. Também foi proibida alavancagem maior que duas vezes para minimizar o montante que uma pessoa pode perder em operações mais arriscadas. A regra é rígida, considerando que a maioria das plataformas permitem até cem vezes.

Fonte: elaboração própria

³⁴ CHAINANALYSIS. 2021b. *Japan's Cryptocurrency Regulation Updates: What You Need to Know*.

Disponível em: <https://blog.chainalysis.com/reports/japan-cryptocurrency-regulation-updates-2020>. Acesso em: 05 de outubro de 2021.

³⁵ Espécies digitais de cofre, armazenamentos offline dos criptoativos que a empresa detém.

Mais recentemente, dois novos fenômenos têm trazido discussões regulatórias motivadas por preocupações com estabilidade financeira: as stablecoins e os protocolos de DeFi. A primeira pela possibilidade de substituição da moeda local e o segundo por promover a desintermediação do sistema financeiro. Nesse contexto, o Japão começou a discutir novas mudanças em seu marco regulatório. Em relação às stablecoins, a reguladora do sistema financeiro, Financial Services Agency (FSA), criou uma divisão para acompanhar o mercado para a qual ainda não definiu escopo operacional. O país também seguiu o caminho de outras grandes economias e começou a pensar em CBDCs como forma de criar um substituto³⁶. No caso do DeFi, a FSA criou um grupo de estudos destinado a criar regulações específicas. O grupo é composto por reguladores, juristas, acadêmicos e agentes do mercado e tem como objetivo chegar a um grupo de recomendação regulatória. Não há clareza ainda de como serão as regulações³⁷.

Todos esses movimentos mostram que as autoridades japonesas não só construíram uma estrutura regulatória organizada, mas também

adaptável para absorver mudanças a partir de novos eventos e demandas. Nesse sentido, o país aparece como referência para outros que estão no início do processo, principalmente na questão da rápida adaptação a novos cenários. Tal posição fica mais clara quando posicionada em referência ao caso de Singapura: ambos têm quase todas as categorias bem definidas com legislações correspondentes indicadas.

No entanto, há diferenças de abordagem: o motivador para Singapura organizar sua estrutura regulatória foi o intuito explícito de induzir inovação no mercado via postura propositiva para se tornar um hub regional. Já o do Japão foi responder a falhas que se apresentaram ao longo do tempo. É uma postura mais reativa com o objetivo de corrigir problemas que possam prejudicar o consumidor e a estabilidade financeira do país por meio de mecanismos regulatórios que promovam clareza e segurança jurídica para o mercado operar. De qualquer forma, ambos representam infraestruturas regulatórias mais organizadas e bem definidas que podem oferecer direcionamento a países em estágios mais iniciais da discussão.

³⁶ REUTERS. 2021. *Japan beefs up diplomatic efforts on regulating digital currency*. Disponível em: <https://www.reuters.com/technology/exclusive-japan-beefs-up-diplomatic-efforts-regulating-digital-currency-sources-2021-07-16/>
Acesso em: 05 de outubro de 2021.

³⁷ CRYPTO NEWS. 2021. *Japanese Regulator Has NFTs, IEOs in its Sights as it Eyes More Crypto Regulation*. Disponível em: <https://cryptonews.com/news/japanese-regulator-has-nfts-ieos-in-its-sights-as-it-eyes-more-crypto-regulation.htm>.
Acesso em: 5 de outubro de 2021.



Figura 6 | Estrutura do debate regulatório no Japão em relação a Singapura

Categoria	Situação no Japão	Situação em Singapura
Regulador	<ol style="list-style-type: none"> 1. Financial Services Agency of Japan (JFSA) 2. Japan Financial Intelligence Center (JAFIC) 	Banco Central (MAS)
Status jurídico	Moeda de curso legal com obrigatoriedade de registro para uso e sem obrigatoriedade de adesão	Classificação pelo uso: os tokens podem ser entendidos como valores mobiliários, meio de pagamento, commodities, serviços ou híbridos. Não são moeda de curso legal
Tipo de regulação	Adaptação de leis existentes para acomodar criptoativos: Payment Services Act (PSA), the Financial Instruments and Exchange Act (FIEA), e Act on Prevention of Transfer of Criminal Proceeds (APTCP)	Adaptação de leis existentes para acomodar criptoativos: Payment Systems Act (PSA), Securities and Futures Act (SFA), Goods and Services Tax Act (GST)
Custódia	Autorizada e regulada a partir da atualização do PSA	Autorizada e regulada dentro de mecanismos pré-existent da PSA e SFA
Pagamento	Autorizada e regulada a partir da atualização do PSA	Autorizada e regulada a partir da atualização do PSA
Trading	Autorizado e regulado pela FIEA	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
ICO	Autorizado e regulado pela FIEA	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
Mineração	Não é regulada	Não é regulada
AML/CFT	Em vigor	Em vigor

Fonte: elaboração própria baseada em

<https://www.sygna.io/blog/japan-crypto-asset-regulation-guide/>

<https://www.globallegalinsights.com/practice-areas/blockchain-laws-and-regulations/japan#:~:text=The%20mining%20of%20cryptocurrencies%20is,definition%20of%20an%20Exchange%20Service>

IV. EL SALVADOR

El Salvador ganhou destaque no debate internacional porque implementou uma legislação específica em tempo recorde em setembro, na qual o Bitcoin foi definido como moeda de curso legal e toda empresa com acesso à internet passou a ser obrigada a receber pagamentos na criptomoeda. Apesar de o presidente do país alegar que o objetivo principal é permitir a entrada de empresas e talentos, também foram apontados o desejo de facilitar o envio e recebimento de transferências internacionais, que representou 24% do PIB do país em 2020 e a busca por uma alternativa de oferecer acesso a pagamentos digitais para desbancarizados³⁸.

El Salvador é um exemplo de que países podem ter estratégias diametralmente opostas com relação a como construir um marco regulatório. O governo salvadorenho, diferente dos de Singapura e Japão, aprovou seu marco regulatório (a “lei do Bitcoin”) em menos de uma semana e sem construção de debates públicos com múltiplos agentes. Ele foi baseado exclusivamente em um piloto desenvolvido no sul do país onde o Bitcoin teria operado como meio de pagamento por dois anos. O projeto ainda pode ser questionado por desconsiderar que menos da metade da população do país têm acesso à internet³⁹ e limitado por focar apenas no Bitcoin.

O anúncio da lei gerou reações bastante negativas de órgãos internacionais e especialista. O Banco Mundial destacou que a medida vai

na contramão de objetivos ambientais e de transparência, e o Fundo Monetário Internacional (FMI) focou nas questões macroeconômicas, financeiras e jurídicas associadas a um movimento tão abrupto. Apontou ainda que acompanhará de perto os desenvolvimentos, em especial porque está negociando um empréstimo com o governo. Dentre os especialistas, Steve Hanke (professor do departamento de economia da universidade de Johns Hopkins) chamou a medida de aventura que terminará em desastre⁴⁰.

Apesar do backlash, o marco regulatório salvadorenho conseguiu repercutir a ideia de usar criptomoedas como moeda de curso legal em países latinoamericanos, principalmente como tentativa de fugir da dolarização e inflação. O Panamá já chegou a se preparar para uma medida parecida, mas mais flexível por não pretender tornar a adesão obrigatória. O apelo pode ser tangibilizado com dados do relatório da Chainalysis, que mostra uma correlação estatisticamente significativa entre a perda de valor das moedas locais e o volume de transações P2P com criptomoedas (figura 5). Não é possível afirmar causalidade, mas o resultado sugere que a adesão da região a criptomoedas pode ser motivada pela busca por uma reserva de valor. Apesar da maioria das criptomoedas não exercer bem essa função, consideram mais garantido que as moedas locais de países como a Venezuela, onde a hiperinflação acabou com essa função da moeda local.

³⁸ INSTITUTO PROPAGUE. 2021b. *Bitcoin será moeda oficial em El Salvador, entenda riscos e benefícios esperados com a criptomoeda.*

Disponível em:

<https://institutopropague.org/noticias/bitcoin-sera-moeda-oficial-em-el-salvador-entenda-riscos-e-beneficios-esperados-com-a-criptomoeda/>

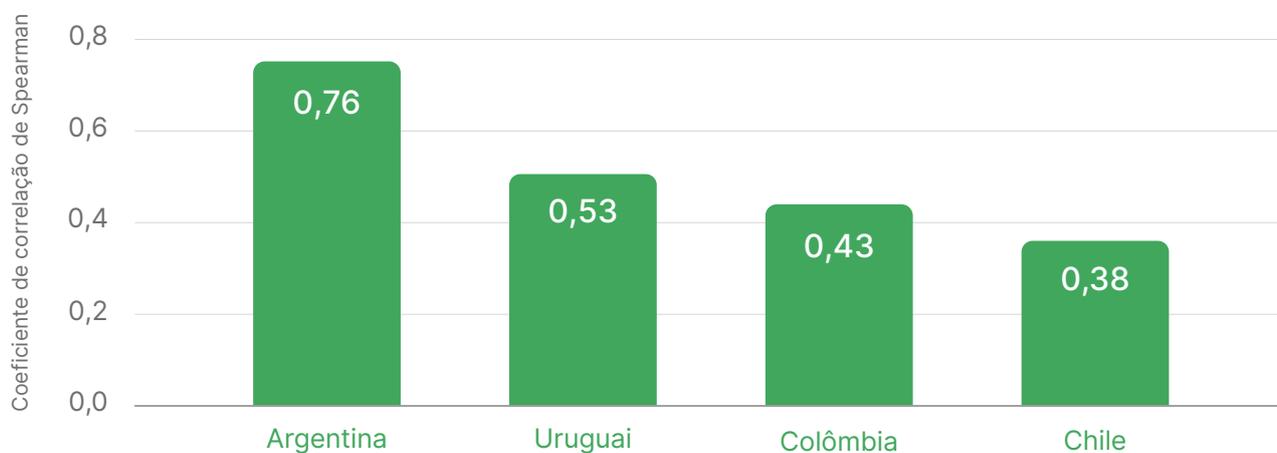
Acesso em: 4 de outubro de 2021.

³⁹ INSTITUTO PROPAGUE. 2021b. *ibid*

⁴⁰ INSTITUTO PROPAGUE. 2021b. *ibid*

Figura 7 | Correlação entre o volume de transações P2P em criptoativos e a taxa de câmbio da moeda nacional para o dólar

(julho de 2019 - julho de 2020)



Fonte: <https://go.chainalysis.com/2020-geography-of-crypto-report.html>

Os primeiros resultados foram difíceis. Houve falhas técnicas na carteira digital oficial do país e o preço do Bitcoin teve queda imediatamente após o anúncio do Presidente do país de que havia comprado 150 bitcoins para alcançar um total de 550⁴¹. Em poucos dias, os USD 30 que todo salvadorenho recebeu em Bitcoin para incentivar a adesão já valiam USD 26⁴². Se a operação tivesse sido feita pouco antes, no entanto, o efeito seria contrário. Essa dinâmica não está sendo bem compreendida por parte da população, que organizou protestos para derrubar a lei.

O caso de El Salvador funciona como um exem-

plo de que ter um marco regulatório não necessariamente gera resultados positivos se ele for construído rápido e com gaps relevantes na compreensão de como será operacionalizado. O caso difere muito de abordagens como a de Singapura, onde o marco regulatório foi gradualmente construído em constante debate com o mercado e sociedade a fim de acomodar as necessidades de todos os agentes e promover o setor. De forma resumida, o como importa. Ainda assim, as motivações do país não podem ser descartadas e são relevantes para o debate regulatório latinoamericano, mais pautado por questões como inflação e dolarização que o resto do mundo.

⁴¹ O GLOBO. 2021. *Em dia que El Salvador lança bitcoin como moeda oficial, cotação cai 17%*. Disponível em: <https://oglobo.globo.com/economia/em-dia-que-el-salvador-lanca-bitcoin-como-moeda-oficial-cotacao-cai-17-25188018>. Acesso em: 4 de outubro de 2021.

⁴² EL PAÍS. 2021. *O criptoSalvador, os primeiros dias de um país experimento*. Disponível em: <https://brasil.elpais.com/economia/2021-09-12/o-criptosalvador-os-primeiros-dias-de-um-pais-experimento.html>. Acesso em: 5 de outubro de 2021.

Figura 8 | Estrutura do debate regulatório no El Salvador em relação a Singapura

Categoria	Situação em El Salvador	Situação em Singapura
Regulador	Banco Central (BCR) e Superintendência de Supervisão Financeira (SSF)	Banco Central (MAS)
Status jurídico	Bitcoins como moeda de curso legal de adesão obrigatória por todos os estabelecimentos com acesso à internet.	Classificação pelo uso: os tokens podem ser entendidos como valores mobiliários, meio de pagamento, commodities, serviços ou híbridos. Não são moeda de curso legal
Tipo de regulação	Regulação específica que garante autorização e regulação das atividades do mercado.	Adaptação de leis existentes para acomodar criptoativos: Payment Systems Act (PSA), Securities and Futures Act (SFA), Goods and Services Tax Act (GST)
Custódia	Autorizada e regulado pela Lei do Bitcoin	Autorizada e regulada dentro de mecanismos pré-existent da PSA e SFA
Pagamento	Autorizada e regulado pela Lei do Bitcoin	Autorizada e regulada a partir da atualização do PSA
Trading	Autorizada e regulado pela Lei do Bitcoin	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
ICO	Não é regulado	Autorizado e regulado a partir de mecanismos do SFA
Mineração	Atuação estatal	Não é regulada
AML/CFT	Em vigor	Em vigor

Fonte: elaboração própria baseada em <https://consortiumlegal.com/en/el-salvador-bitcoin-law-regulation/>; <https://freemanlaw.com/cryptocurrency-old-2/el-salvador/>

V. EUA

Um último país que chamou atenção recentemente no debate de regulação de criptoativos foram os EUA. O país não tem uma regulação federal específica para o mercado, apenas iniciativas pontuais e descoordenadas tomadas por reguladores de diferentes frentes. O país começou a falar com mais recorrência sobre o tema de forma sistematizada em 2021 e o debate imediatamente ganhou destaque na mídia internacional, afinal é a maior economia do mundo e é um dos principais mercados de criptoativos. As movimentações para regular, portanto, são de grande relevância, mas o contexto não difere muito do de outros países. Uma especificidade do contexto americano foi a troca de governo, já que as indicações do presidente Biden para órgãos reguladores possuem postura mais resistente ao mercado.

Saule Omarova - indicada⁴³ para o Office of the Comptroller of the Currency (OCC), encarregado de regular os bancos - considera que criptos representam uma ruptura ao sistema financeiro e precisam ser controlados. O posicionamento acendeu um alerta de mudança de direção considerando que, em julho de 2020, a instituição se pronunciou de forma favorável à custódia de criptoativos por instituições reguladas, efetivamente a autorizando⁴⁴. Gary Gensler, da *Securities and Exchange Commission* (SEC) - equivalente da CVM brasileira - pontuou que são reservas de valor altamente especulativas e não meios de troca, o que demanda forte regulação

para garantir que todos recebam informação completa, rigorosa e equilibrada sobre onde estão colocando seu dinheiro. Chegou a afirmar que o mercado é um velho oeste e que deveria ser classificado como valor mobiliário para entrar no guarda-chuva da SEC e ter que seguir toda a regulação vigente⁴⁵.

Há uma dificuldade em avançar nessa direção, no entanto, porque o próprio Gensler admite que nem todo criptoativo pode ser qualificado como valor mobiliário, ainda que uma maioria sim. Tal questão tem feito com que senadores demonstrem resistência aos pedidos da SEC⁴⁶. Ainda assim, o órgão tem buscado aumentar seu poder de atuação com o governo americano com o intuito de impedir que produtos que operam no limbo regulatório consigam crescer sem supervisão. Um exemplo seriam os protocolos de DeFi. A perspectiva de como seria a regulação, no entanto, ainda é nebulosa, com o debate estando ainda na etapa de definir se é para regular e como definir o objeto a ser regulado.

Essa dificuldade não tem aparecido apenas nas discussões promovidas pela SEC. Em setembro, o FED e o Tesouro passaram a mirar nas stablecoins, já que estas têm maior capacidade de reproduzir as funções da moeda. A principal preocupação relatada é a de que estejam sujeitas a corridas bancárias como os fundos de mercado monetário estiveram durante a crise de 2008.

⁴³ Sua posição ainda precisa ser confirmada pelo Senado americano para que ela assuma.

⁴⁴ OFFICE OF THE COMPTROLLER OF THE CURRENCY. 2020. *Interpretive Letter 1170, Authority of a National Bank to Provide Cryptocurrency Custody Services for Customers*. Disponível em: <https://www.occ.gov/topics/charters-and-licensing/interpretations-and-actions/2020/int1170.pdf>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

⁴⁵ THE ECONOMIST. 2021. *The SEC sets its sights on the crypto "Wild West"*. Disponível em: <https://www.economist.com/finance-and-economics/2021/08/07/the-sec-sets-its-sights-on-the-crypto-wild-west>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

⁴⁶ EXAME. 2021. SEC quer obrigar registro de exchanges e compra briga com Coinbase. Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/sec-quer-que-registros-de-exchanges-e-compra-briga-com-coinbase/>. Acesso em 13 de outubro de 2021.

Também preocupa o fato de estarem cada vez mais sendo usadas para transações equivalentes a produtos financeiros tradicionais sem oferecer o mesmo nível de proteção ao usuário. Com isso, o FED espera anunciar medidas nos próximos meses para regulá-las⁴⁷ e, em paralelo, a participar mais ativamente do debate de CBDCs ao qual têm relutado a aderir⁴⁸.

No limite, o que está em debate é: (i) se stablecoins podem ser definidas como produtos financeiros tradicionais, devendo corresponder à totalidade da regulação vigente para os mesmos além de ter ações específicas, e (ii) como construir um projeto de dólar digital que compita com stablecoins, minimize os riscos para a estabilidade financeira e não impacte a posição do dólar como moeda de referência.

Os tipos de obstáculo listados ressoam tanto o marco regulatório de Singapura como a proposta indiana de compartimentalizar a regulação, a fim de fugir de soluções “one size fits all” para produtos e serviços tão diversificados. De forma geral, o que se tem nos EUA é um estado de indefinição associado ao estágio inicial do debate e à decorrente pouca clareza sobre definição do objeto a ser regulado, havendo apenas um alinhamento genérico de que o mercado precisa de regras rígidas e específicas a ele para que o usuário e o sistema financeiro sejam adequadamente protegidos ao mesmo tempo que o desenvolvimento tecnológico ocorra.

Essa indefinição e falta de estruturação do debate fica clara pela falta de propostas formais e organizadas que tenham sido apresentadas e estejam em discussão e possam ser comparadas ao *benchmark*. Em 2020 um projeto chegou a ser apresentado, o “*Crypto-Currency Act of 2020*”, mas não avançou para debate na câmara ou senado. Há apenas manifestações de reguladores e representantes do legislativo com relação à importância de fazê-lo.

Vale pontuar que os EUA podem estar apenas começando a discussão de um marco regulatório coordenado, mas reguladores tomam diversas medidas pontuais⁴⁹ e a estrutura federativa do país acomoda múltiplas legislações estaduais relacionadas ao mercado. Em geral, a dificuldade é que essas ações vão em direções diferentes a depender de quem as toma e/ou são judicializadas. Um exemplo é o caso dos ICOs. De tempos em tempos a SEC entra na justiça buscando classificar alguma ICO como valor mobiliário para aplicar sua estrutura regulatória. Tal situação mantém um cenário de insegurança jurídica porque a aplicação ou não da estrutura da SEC depende da decisão do judicial sobre o caso e não há previsibilidade quanto aos resultados⁵⁰. Há um ponto de mais avançado relevante no país, no entanto: a discussão de combate à lavagem de dinheiro e financiamento ao terrorismo. Nos EUA, criptoativos estão sujeitos ao *Bank Secrecy Act* e ao *Patriot Act* e estão sob supervisão da Financial Crimes Enforcement Network (FinCen) no que tange ao assunto.

⁴⁷ PYMNTS. 2021. *Stablecoins: US Preps Digital Currency Framework*. Disponível em: <https://www.pymnts.com/cryptocurrency/2021/stablecoins-under-the-microscope-as-us-preps-digital-currency-framework/>. Acesso em: 13 de outubro de 2021

⁴⁸ INSTITUTO PROPAGUE. 2021c. *Emissão de dólar digital deve levar anos, segundo FED*. Disponível em: <https://institutopropague.org/noticias/emissao-de-dolar-digital-deve-levar-anos-segundo-fed/>. Acesso em 14 de outubro de 2021.

⁴⁹ Mecanismos pontuais vigentes envolvem múltiplos reguladores, como a Securities and Exchange Commission (SEC), Financial Crimes Enforcement Network (FinCEN), Commodity Futures Trading Commission (CFTC) e e Office of the Comptroller of the Currency (OCC). Ver: <https://www.coinfirm.com/crypto-regulations/us-crypto-guide/>

⁵⁰ Ver: <https://www.ccn.com/judge-slaps-down-sec-attempt-to-label-ico-token-as-security/>

3. Propague Tendências

Ao longo das análises é possível perceber que o debate é bastante divergente entre os países e que cada um está em um estágio diferente. Para facilitar a compreensão das tendências, no entanto, é preciso buscar algum critério que ofereça maior objetividade sobre qual é efetivamente o estado da regulação em cada país. O quadro abaixo tem esse objetivo e representa as atividades do setor em cada país e se esta já tem regulação definida, ela está em andamento ou não tem. No caso de ter regulação, a cor vermelha é usada para indicar proibição e a verde autorização com definição de regras de

operação. Países com mais da metade das atividades listadas nas linhas da tabela já reguladas serão considerados como tendo um debate avançado. Se tiverem menos da metade das atividades reguladas, mas ultrapassarem essa métrica se consideradas atividades com regulação em andamento, o debate será apontado como intermediário. Por fim, aqueles que não passarem da metade das atividades com regulações implementadas ou projetos em andamento no plenário terão seu debate regulatório classificado como inicial.

Figura 9 | Categorização do debate regulatório internacional

Categoria/ País	China	Singapura	Índia	Austrália	Japão	El Salvador	EUA
Custódia	Regulado	Regulado	Em andamento	Em andamento	Regulado	Regulado	Regulado
Pagamento	Regulado	Regulado	Em andamento	Em andamento	Regulado	Regulado	Não Regulado
Trading	Regulado	Regulado	Em andamento	Regulado	Regulado	Regulado	Não Regulado
ICO	Regulado	Regulado	Em andamento	Regulado	Regulado	Não Regulado	Não Regulado
Mineração	Regulado	Não Regulado	Em andamento	Em andamento	Não Regulado	Estatal	Não Regulado
AML/CFT	Não se aplica	Regulado	Em andamento	Regulado	Regulado	Regulado	Regulado

Fonte: elaboração própria.

Apesar da divergência do debate regulatório em termos de propostas e abordagens, é possível perceber que países como Índia e Austrália estão ambos no mesmo estágio intermediário. A Austrália ainda pode ser considerada um pouco mais avançada por já ter regulação estabelecida para ICOs e trading de criptoativos. Como foi analisado, a Austrália tem um discurso muito mais promotor do mercado enquanto a Índia tem uma postura bastante reativa ainda que

tenha diminuído o tom proibicionista. Ainda assim, ambos estão no nível do discurso. Tais discursos ajudam a apontar a tendência de que a Austrália se torne cada vez mais atrativa para o mercado e a Índia tenha algum espaço de desenvolvimento em relação à postura anterior do próprio país, mas, do ponto de vista objetivo do estado da regulação, só é possível afirmar que seus projetos estão sendo avaliados pelo legislativo.

Um ponto importante para casos de países nesse estágio de debate é que, diferente de outros setores, a regulação dos criptoativos não tem sido construída em etapas bem definidas. Isso significa que não há um ciclo de raciocínio previsível que facilite a identificação de novas etapas. Há países que iniciam o debate com mentalidade proibitiva e de alguma forma flexibilizam o tratamento (Índia) e outros que vão tornando a regulação mais restritiva na medida que eventos específicos demandam ação mais forte (Japão). Esse comportamento indica que, enquanto marcos regulatórios não são aprovados e implementados, não há garantia de que o discurso do momento se manterá em uma trajetória linear.

Dentre os avançados, o padrão se repete: há variação de abordagens e posturas com relação ao mercado, mas todos oferecem um marco mais organizado no qual os agentes podem se basear para tomar suas decisões de investimento e operação. Singapura e Japão podem ser considerados os mais estabelecidos por terem marcos mais antigos que El Salvador, cuja lei do Bitcoin tem menos de dois meses em vigor. Já a China ofereceu clareza ao determinar a proibição total de atividades. Essa clareza já repercutiu na decisão dos agentes com o êxodo dos mineradores, por exemplo.

As tendências, assim como no caso anterior, são determinadas pelas posturas e abordagens internas. A tendência da China é reforçar as proibições e continuar apostando na digitalização da moeda via CBDCs, na qual é front-runner. Singapura e Japão, apesar de terem tido motivações bastante diferentes, já definiram alguns pa-

râmetros de segurança jurídica e diálogo com o mercado para que possam ser apontadas, no presente e potencial futuro, como hubs centrais do setor. Já El Salvador, apesar de ter um marco definido que orienta os agentes para atuar, tem uma tendência menos clara devido à forma como abordou o tema. A rapidez na aprovação da regulação, a definição de mecanismos de AML/CFT considerados frágeis e a inesperada e nova decisão de tornar Bitcoin moeda de curso legal com adesão obrigatória criou incertezas que em parte anularam a previsibilidade oferecida pela estruturação da regulação. O ponto é que, apesar das divergências de tendência, esses países ainda estão no mesmo estágio de debate regulatório por oferecerem mais material para tomada de decisão dos agentes.

Por fim, apenas os EUA foram categorizados como tendo um debate regulatório inicial para criptoativos. Apesar de o país ter múltiplas ações pontuais com judicialização por parte de reguladores, demandas por registro e leis estaduais, não há propostas formalizadas para regular as atividades do mercado. Tal debate é bastante recente e se materializou em pronunciamentos de reguladores e legisladores, mas não em projetos formalmente apresentados que tiveram seguimento na câmara e no senado federal. A situação do mercado chegou a ser comparada a um velho oeste pelo presidente da SEC. Apesar desse estágio inicial, a tendência é que o debate se estruture e avance, já que responsáveis pela SEC, OCC e FED já deram sinais de que pressionarão nessa direção, assim como alguns legisladores.

Figura 10 | Categorização do debate regulatório internacional

Categoria/ País	China	Singapura	Índia	Austrália	Japão	El Salvador	EUA
Estágio	Avançado	Avançado	Intermediário	Intermediário	Avançado	Avançado	Inicial

Fonte: elaboração própria.

E onde o Brasil se encaixa nessa estrutura? O país tem projetos legislativos pontuais no tema desde 2015⁵¹, com os mais recentes sendo o PL 2.060/2019, que foca na criação de um regime jurídico para criptoativos, e o 4.207/2020 que adiciona a isso questões relacionadas a crimes financeiros⁵². Além dos projetos no legislativo, o Banco Central emitiu o comunicado 31.379 em 2017 para esclarecer sobre os riscos de operações com moedas virtuais e explicitar que as mesmas não poderiam ser confundidas com as moedas eletrônicas definidas no marco regulatório do mercado de pagamentos. Em 2019, a Receita Federal baixou a normativa 1.888 determinando que toda corretora teria obrigação de reportar ao fisco os dados transacionais completos dos clientes com movimentações acima de R\$ 30 mil⁵³. O debate atual, no entanto, tem o diferencial de ter unificado propostas para ser mais estruturado.

Após a unificação dos projetos entre abril e maio, a tramitação avançou em agosto, quando o plenário decidiu pelo envio do projeto para apreciação da Comissão de Assuntos Econômicos. Algumas das propostas são: determinar que Banco Central e CVM sejam responsáveis por determinar exigências regulatórias, que corretoras sejam obrigadas a pedir licenças de operação

para coibir lavagem de dinheiro e financiamento de terrorismo e que ICOs tenham normas específicas e sejam supervisionadas.

O Banco Central e a CVM, desde então, se pronunciaram sobre algumas de suas demandas, como derrubar o anonimato das transações para garantir conformidade com prevenção à lavagem de dinheiro e financiamento do terrorismo⁵⁴. O Banco Central em específico se pronunciou alegando que a regulação deve ter foco mais macro e não na categorização de cada tipo de moeda virtual. O ponto de partida deve ser a compreensão de que criptoativos são parte de um ecossistema inserido na economia dos dados, que é inerentemente veloz e precisa de uma legislação inteligente e adaptável⁵⁵. Esse tipo de fala sugere, por exemplo, que uma solução como a de regular a partir de casos de uso não é incompatível com o raciocínio das autoridades brasileiras. A própria busca por coordenação entre BC e CVM sugere uma passagem menos tumultuada pelo debate envolvendo a definição de atribuições. Ainda assim, o Presidente do BC afirmou em outubro de (ano) que as primeiras medidas devem ser focadas na frente de investimento devido à baixa representatividade do setor em pagamentos⁵⁶. Com esse breve cenário em mente, é possível refazer os quadros incluindo o Brasil.

⁵¹ O PL 2.303/2015, por exemplo, buscava colocar moedas virtuais dentro do escopo de atuação do Banco Central, mas não chegou a avançar. Em abril de 2021 ele foi unificado com o PL 2.060/2019 e o PL 4.207/2020 para apreciação em conjunto.

⁵² EXAME. 2021. Arthur Lira determina junção de projetos de lei sobre criptoativos. Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/regulacao/arthur-lira-determina-juncao-de-projetos-de-lei-sobre-criptoativos>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

⁵³ Banco Central do Brasil. 2017.COMUNICADO N° 31.379, DE 16 DE NOVEMBRO DE 2017. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/exibenormativo?tipo=Comunicado&numero=31379>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

⁵⁴ INFOMONEY. 2021. Condição de anonimato "não será opção" na negociação de criptoativos, diz diretor do BC. Disponível em: <https://www.infomoney.com.br/mercados/condicao-de-anonimato-nao-sera-opcao-na-negociacao-de-criptoativos-diz-diretor-do-bc/>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

⁵⁵ INVESTING. 2021. Banco Central e CVM estão discutindo regulação de criptomoedas, diz Campos Neto Por CriptoFácil. Disponível em: <https://br.investing.com/news/cryptocurrency-news/banco-central-e-cvm-estao-discutindo-regulacao-de-criptomoedas-diz-campos-neto-907919>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

⁵⁶ EXAME. 2021. Presidente do BC: criptomoedas serão reguladas primeiro como investimento. Disponível em: <https://exame.com/future-of-money/presidente-do-bc-criptomoedas-serao-reguladas-primeiro-como-investimento/>. Acesso em: 15 de outubro de 2021.

Figura 11 | Categorização e estágio do debate regulatório internacional incluindo o Brasil

Categoria/ País	China	Singapura	Índia	Austrália	Japão	El Salvador	EUA	Brasil
Custódia	Regulado	Regulado	Em andamento	Em andamento	Regulado	Regulado	Regulado	Em andamento
Pagamento	Regulado	Regulado	Em andamento	Em andamento	Regulado	Regulado	Não regulado	Em andamento
Trading	Regulado	Regulado	Em andamento	Regulado	Regulado	Regulado	Não regulado	Em andamento
ICO	Regulado	Regulado	Em andamento	Regulado	Regulado	Não regulado	Não regulado	Em andamento
Mineração	Regulado	Não regulado	Em andamento	Em andamento	Não regulado	Estatal	Não regulado	Em andamento
AML/CFT	Não se aplica	Regulado	Em andamento	Regulado	Regulado	Regulado	Regulado	Em andamento

Categoria/ País	China	Singapura	Índia	Austrália	Japão	El Salvador	EUA	Brasil
Estágio	Avançado	Avançado	Intermediário	Intermediário	Avançado	Avançado	Inicial	Intermediário

Fonte: elaboração própria.

É possível notar que o debate regulatório no Brasil está em um estágio intermediário, mais próximo do da Índia que da Austrália por não ter nenhuma atividade já regulada. Assim como os outros dois, está com projetos sendo apreciados pelo legislativo e há pronunciamentos e diretrizes de reguladores que devem ser considerados responsáveis em caso de aprovação dos projetos sobre os caminhos a serem seguidos. Olhando para a abordagem e propostas a fim de apontar possíveis tendências, a primeira é que o país se enquadra no cenário internacional mais amplo de que o mercado terá que se

adaptar a um marco regulatório no curto a médio prazo e este será focado em proteger o usuário, garantir a estabilidade do sistema financeiro, reduzir assimetria de informação e usar CBDCs para competir com stablecoins. O que ainda está incerto e precisará de acompanhamento é a construção dos instrumentos regulatórios e seus respectivos resultados. Nessa frente, olhar para acertos e erros de países com estruturas já aprovadas como o Japão, Singapura e El Salvador pode ser um caminho para uma trajetória menos turbulenta e mais favorável ao mercado brasileiro.

