DESAFIOS REGULATÓRIOS DA CVM DIANTE DOS CRIPTOATIVOS: UM ESTUDO SOBRE *MEMECOINS* E ESQUEMAS DE *RUGPULL*

Fabio Yukio Nakama Silva (IC) Christopher Alexander Roisin (Orientador).

Apoio: PIVIC Mackenzie

RESUMO:

O trabalho analisa a natureza jurídica das memecoins e os limites da atuação da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) diante desses criptoativos e dos esquemas de *rug pull*. A pesquisa adota metodologia qualitativa e jurídico-comparativa, com análise da legislação brasileira, de precedentes da CVM e dos modelos dos Estados Unidos e da União Europeia. Sustenta-se que o enquadramento jurídico deve considerar a operação concreta, distinguindo o ativo negociado do negócio jurídico realizado. Nesse sentido, determinadas aquisições primárias de memecoins podem ser qualificadas como apostas civis, enquanto operações cujo retorno dependa dos esforços essenciais de um promotor podem configurar contrato de investimento coletivo e ingressar no perímetro da CVM. Conclui-se que o principal problema não está na ausência de competência da Autarquia, mas na delimitação do perímetro regulatório, agravada por assimetrias informacionais, concentração de poder e dificuldades de responsabilização.

Palavras-chave: Criptoativos. Memecoins. CVM. Contrato de investimento coletivo. Rug pull.

ABSTRACT:

This study examines the legal nature of memecoins and the limits of the Brazilian Securities and Exchange Commission's (CVM) authority over these crypto-assets and rug pull schemes. It adopts a qualitative and comparative legal approach based on Brazilian law, CVM precedents, and the regulatory frameworks of the United States and the European Union. The study argues that the legal classification of memecoins should depend on the specific transaction. Certain primary acquisitions may qualify as civil wagers, while transactions whose expected return depends on the essential efforts of a promoter may constitute collective investment contracts and fall within the CVM's regulatory perimeter. The study concludes that the main issue is not the absence of CVM jurisdiction, but the difficulty of defining regulatory boundaries, compounded by information asymmetries, concentration of power, and accountability challenges.

Keywords: Crypto-assets. Memecoins. CVM. Collective investment contract. Rug pull.

INTRODUÇÃO

A expansão dos criptoativos introduziu novas formas de circulação de valor e investimento que nem sempre se ajustam às categorias jurídicas tradicionalmente utilizadas pelo mercado financeiro. Nesse contexto, destacam-se as *memecoins*, ativos fortemente associados à cultura digital, à formação comunitária e à especulação, bem como os chamados *rug pulls*, estruturas fraudulentas nas quais agentes responsáveis pelo projeto exploram posições de controle, assimetrias informacionais ou mecanismos relacionados à liquidez em prejuízo dos demais participantes.

A elevada volatilidade desses ativos, contudo, não pode ser confundida com fraude. O participante pode conscientemente assumir riscos relevantes em operações especulativas sem que a posterior perda econômica revele qualquer ilícito. A questão jurídica se torna mais complexa quando o risco efetivamente assumido diverge daquele apresentado ao adquirente ou quando a estrutura da operação atribui aos responsáveis poderes capazes de influenciar artificialmente seu resultado.

Partindo dessa distinção, o presente trabalho investiga a natureza jurídica das *memecoins* e os limites da atuação da Comissão de Valores Mobiliários diante dessas operações. Analisa-se, em especial, quando determinado criptoativo permanece fora do mercado de valores mobiliários e em quais circunstâncias sua oferta pode assumir características próprias de contrato de investimento coletivo, atraindo a incidência da Lei nº 6.385/1976 e a competência da CVM. A pesquisa também examina a possibilidade de qualificação de determinadas aquisições primárias como apostas civis, distinguindo essa hipótese do regime jurídico dos valores mobiliários.

Para tanto, adota-se abordagem qualitativa e jurídico-comparativa, com análise da legislação brasileira, de manifestações e precedentes da CVM e dos modelos regulatórios dos Estados Unidos e da União Europeia. Busca-se, ao final, determinar se as vulnerabilidades associadas às *memecoins* decorrem propriamente de um vazio regulatório ou, de forma mais precisa, das dificuldades de delimitação das competências institucionais e de responsabilização das condutas fraudulentas.

1. DO MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais integra o sistema financeiro e exerce função relevante na transferência de recursos entre agentes que possuem capacidade de poupança e aqueles que necessitam de capital para financiar suas atividades. Diferentemente do mercado de crédito, no qual a instituição financeira capta recursos e os empresta em nome próprio, no mercado

de capitais a captação ocorre mediante a emissão de valores mobiliários[1], adquiridos pelos investidores em troca de direitos econômicos ou de participação.

Embora participem desse processo bancos de investimento, corretoras, distribuidoras e entidades administradoras de mercado, esses agentes não substituem economicamente o emissor nem assumem, em regra, o risco final do empreendimento. Sua atuação está relacionada à estruturação, distribuição, negociação e liquidação das operações. Como explica Assaf Neto, "o mercado financeiro cumpre sua finalidade quando permite eficiente interação entre poupadores e tomadores de recursos, promovendo investimentos e crescimento da economia" (Assaf Neto, 2018, p. 29).

Sob a perspectiva jurídica, o mercado de capitais compreende as relações constituídas em torno da emissão, distribuição e negociação de valores mobiliários. Sua disciplina está concentrada principalmente na Lei nº 6.385/1976, que também instituiu a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).[2] A incidência desse regime depende, portanto, da natureza jurídica do instrumento negociado: sua caracterização como valor mobiliário delimita tanto as regras aplicáveis à operação quanto a própria competência da Autarquia.

Eizirik, Gaal, Parente e Henriques ressaltam que, diferentemente das relações bancárias tradicionais, o mercado de capitais compreende negócios de participação e investimento nos quais o investidor assume os riscos relacionados ao emissor ou ao empreendimento:

> A função econômica essencial do mercado de capitais é a de permitir às sociedades empresárias, mediante a emissão pública de seus valores mobiliários, a captação de recursos não exigíveis para o financiamento de seus projetos de investimento ou mesmo para alongar o prazo de suas dívidas. Daí decorre a natureza do mercado de capitais como um mercado "de risco" (Eizirik et al., 2019, p. 35-36).

O investidor, assim, aplica recursos no presente diante da expectativa de benefícios futuros, que podem decorrer de dividendos, juros, amortizações ou valorização do ativo. Essa expectativa está necessariamente associada ao risco, entendido como a possibilidade de o resultado obtido divergir daquele esperado, e à liquidez, que corresponde à facilidade de converter o ativo em dinheiro sem perda relevante de valor.

---

[1] Valor mobiliário é a categoria jurídica atribuída aos instrumentos previstos no art. 2º da Lei nº 6.385/1976, incluindo, entre outros, ações, debêntures, cotas de fundos de investimento, derivativos e, quando ofertados publicamente, contratos de investimento coletivo que gerem direito de participação, parceria ou remuneração decorrente do esforço do empreendedor ou de terceiros.

[2] A Lei nº 6.385/1976 disciplina o mercado de valores mobiliários e institui a Comissão de Valores Mobiliários, responsável pela regulamentação e fiscalização das atividades inseridas no âmbito de sua competência

A existência de risco é inerente ao mercado de capitais. A regulação não pretende eliminá-lo nem assegurar rentabilidade, mas permitir que as decisões sejam tomadas em ambiente transparente e íntegro, reduzindo riscos decorrentes de fraude, manipulação, conflitos de interesse e omissão de informações. Protege-se a regularidade da operação, e não o resultado econômico do investimento. Essa distinção será especialmente relevante para a análise dos criptoativos, pois a simples desvalorização de um ativo não demonstra, por si só, a existência de irregularidade.

1.1. Emissão, negociação e liquidez

O mercado de capitais pode ser compreendido a partir da distinção entre mercado primário e secundário. No primeiro, são emitidos novos valores mobiliários e os recursos captados são destinados ao emissor. No segundo, os investidores negociam entre si ativos anteriormente emitidos, de modo que o valor pago pelo comprador é destinado ao antigo titular, e não à companhia.

Apesar dessa diferença, os dois ambientes são interdependentes. O mercado secundário confere liquidez aos valores mobiliários e permite que o investidor posteriormente desfaça sua posição. Por isso, Eizirik et al. observam que a ausência de um mercado secundário ativo prejudicaria a própria captação no mercado primário, diante da maior dificuldade de alienação dos títulos adquiridos (Eizirik et al., 2019, p. 37-38).

A negociação secundária também exerce função relevante na formação dos preços, pois as ordens de compra e venda refletem as avaliações e expectativas dos participantes. Esse processo pressupõe, contudo, informações confiáveis e condições regulares de negociação. Rumores falsos, operações simuladas e uso indevido de informações privilegiadas podem alterar artificialmente as cotações, justificando a existência de mecanismos de supervisão e de regras destinadas à integridade do mercado.

1.2. Informação, assimetria e distribuição dos riscos

Os participantes do mercado possuem funções e responsabilidades distintas. O emissor capta recursos e responde pelas informações relacionadas ao empreendimento; o investidor fornece o capital e suporta o risco econômico ordinário do ativo; os intermediários exercem atividades profissionais de distribuição, negociação e execução de ordens; as entidades administradoras fornecem a infraestrutura necessária ao funcionamento do mercado; e a CVM regulamenta e fiscaliza as atividades inseridas em sua competência.

Essa distribuição permite distinguir o risco normal do investimento daquele produzido por uma conduta ilícita. A queda regular do preço integra, em princípio, o risco de mercado.

Situação distinta ocorre quando o prejuízo decorre de informações falsas, manipulação das cotações, omissão de dados relevantes ou outras práticas fraudulentas.

Nesse contexto, a assimetria informacional ocupa posição central. Emissores e intermediários normalmente possuem informações ou conhecimentos que não estão disponíveis na mesma intensidade ao investidor. A regulação não elimina integralmente essa desigualdade, mas procura impedir que ela seja utilizada de maneira abusiva, especialmente mediante deveres de transparência e divulgação de informações relevantes.

A informação constitui, por isso, um dos principais mecanismos de proteção do mercado de capitais. A política de *disclosure* busca fornecer ao investidor elementos suficientes sobre o emissor, o ativo, os riscos da operação e possíveis conflitos de interesse. O registro ou a supervisão de determinada oferta não representam, porém, aprovação estatal da qualidade econômica do investimento nem garantia de retorno. Como observam Eizirik et al., a proteção regulatória deve assegurar confiança na integridade do mercado e na veracidade das informações, sem retirar do investidor a responsabilidade pela decisão tomada (Eizirik et al., 2019, p. 51-53).

Essa premissa é particularmente importante para o objeto desta pesquisa. Determinadas operações com criptoativos podem reproduzir características econômicas presentes no mercado de capitais, como captação de recursos, expectativa de valorização e negociação posterior, sem necessariamente apresentarem emissores identificados, informações padronizadas ou intermediários submetidos aos mesmos deveres profissionais. Em esquemas de *rug pull*, por exemplo, desenvolvedores podem conhecer ou controlar elementos relacionados à distribuição dos *tokens* e à liquidez que não são conhecidos pelos demais participantes.

A proteção jurídica do investidor, portanto, não elimina a assunção de riscos nem converte toda perda econômica em ilícito. Seu papel é impedir que o risco efetivamente suportado seja diferente daquele apresentado ao participante em razão de fraude, manipulação ou ocultação de informações. Essa distinção fornece a base necessária para a posterior análise dos criptoativos e para a delimitação dos limites de atuação da CVM.

2. DOS CRIPTOATIVOS

A expressão criptoativo designa uma categoria ampla de ativos digitais cuja emissão, circulação e transferência dependem de mecanismos criptográficos e, frequentemente, de redes baseadas em *blockchain*. Nesse universo estão incluídos instrumentos com funções

distintas, como transferência de valores, acesso a serviços, representação de bens e realização de investimentos.

O termo é mais abrangente do que criptomoeda. Rodrigues e Kurtz observam que, sob a perspectiva funcional, espera-se que uma moeda desempenhe as funções de meio de troca, unidade de conta e reserva de valor, enquanto as criptomoedas se caracterizam estruturalmente pelo emprego da criptografia e pela possibilidade de realização de transações sem a atuação necessária de uma autoridade centralizadora (Rodrigues; Kurtz, 2019, p. 28).

Nem todos os criptoativos, contudo, exercem adequadamente as funções tradicionalmente atribuídas à moeda. A elevada volatilidade pode comprometer sua utilização como reserva de valor, enquanto sua reduzida adoção na precificação de bens e serviços limita sua função como unidade de conta. Por isso, a criptomoeda deve ser compreendida como espécie inserida no gênero mais amplo dos criptoativos.

O Bitcoin constituiu a primeira aplicação de maior relevância econômica desse modelo e demonstrou a possibilidade de transferência eletrônica de valores sem a necessidade de uma instituição financeira central responsável pela validação de cada operação (Nakamoto, 2008). Valente Filho e Morais identificam, nesse contexto, o surgimento de “uma nova classe de ativos: criptoativos”, marcada pelo emprego da criptografia, alcance internacional e funcionamento orientado por códigos computacionais (Valente Filho; Morais, 2023, p. 53).

A ausência de autoridade emissora central, entretanto, não significa ausência de regras. O funcionamento desses ativos depende de protocolos que disciplinam sua emissão, transferência e validação. Essa característica é juridicamente relevante porque demonstra que a tecnologia utilizada não determina, isoladamente, a natureza do ativo. Seu enquadramento depende também de sua função econômica, dos direitos conferidos aos adquirentes e da forma pela qual é ofertado ao público.

2.1. Tipologia dos criptoativos

A evolução desse mercado resultou no surgimento de criptoativos com estruturas e finalidades bastante distintas. Entre eles encontram-se os *utility tokens*, normalmente relacionados ao acesso a produtos ou serviços; os chamados *security tokens*, que podem conferir direitos econômicos ou participação em determinado empreendimento; os *tokens* não fungíveis (NFTs), caracterizados pela individualização de suas unidades; e as *stablecoins*, desenvolvidas com o objetivo de reduzir a volatilidade mediante mecanismos de estabilização.

Essas categorias possuem valor descritivo, mas não determinam automaticamente o regime jurídico aplicável. Um *token* apresentado como instrumento de utilidade, por exemplo,

pode assumir natureza predominantemente financeira quando sua oferta e os direitos prometidos criarem expectativa de retorno vinculada à atuação de terceiros. A realidade econômica da operação deve, portanto, prevalecer sobre a denominação atribuída ao ativo.

A diversidade dos criptoativos impede, assim, que recebam tratamento jurídico uniforme apenas porque utilizam tecnologias semelhantes. Como observam Valente Filho e Morais, esses instrumentos podem desempenhar funções relacionadas à transferência de valores, acesso a serviços, representação de bens ou investimento (Valente Filho; Morais, 2023, p. 53-66). Seu enquadramento deve considerar as características concretas do ativo e da operação realizada.

2.2. *Blockchain* e contratos inteligentes

A *blockchain* constitui uma tecnologia de registro distribuído utilizada como infraestrutura por diversos criptoativos. Em vez de concentrar o histórico das operações em uma única instituição, permite que informações sejam compartilhadas entre diferentes participantes e validadas segundo regras previamente estabelecidas pelo protocolo.

O desenvolvimento de redes como a Ethereum ampliou essas possibilidades por meio dos chamados contratos inteligentes (*smart contracts*), programas capazes de executar automaticamente comandos previamente definidos. Eles permitem, entre outras funções, criar *tokens* e estabelecer regras relacionadas à emissão, transferência e liquidez dos ativos.

A automatização, contudo, não elimina riscos. O código pode atribuir poderes relevantes aos desenvolvedores ou conter funções desconhecidas pelos adquirentes. Da mesma forma, uma estrutura apresentada como descentralizada pode permanecer, na prática, sob controle significativo de poucos agentes. A *blockchain*, portanto, pode garantir a execução das regras programadas, mas não assegura que essas regras sejam transparentes, equilibradas ou juridicamente legítimas.

Essa distinção é particularmente relevante para esta pesquisa, pois permite compreender como determinados projetos de *memecoins* podem concentrar poderes sobre a emissão, circulação ou liquidez dos *tokens*. As *memecoins* inserem-se nesse universo tecnológico, mas apresentam características econômicas próprias, razão pela qual serão examinadas separadamente no capítulo seguinte.

3. DAS *MEMECOINS*

As *memecoins* constituem uma categoria de criptoativos cuja identidade está fortemente associada à cultura digital, especialmente a memes, personagens, acontecimentos e tendências difundidas em redes sociais. Em geral, sua aquisição está relacionada à interação

comunitária, ao entretenimento e à especulação, sem que necessariamente exista uma utilidade econômica ou tecnológica subjacente.

Essa compreensão recebeu contornos regulatórios mais definidos em 27 de fevereiro de 2025, quando a Divisão de Finanças Corporativas da Securities and Exchange Commission (SEC) descreveu as *memecoins* como criptoativos inspirados em memes, personagens, acontecimentos ou tendências da internet, adquiridos primordialmente para fins de entretenimento, interação social ou culturais e cujo valor decorre sobretudo da demanda de mercado e da especulação. A manifestação também destacou características recorrentes desses ativos, como utilidade limitada ou inexistente e elevada volatilidade (Securities and Exchange Commission, 2025).

O posicionamento de 2025 possuía natureza técnica e não vinculante. Em 17 de março de 2026, contudo, uma interpretação editada em nível de Comissão, acompanhada pela Commodity Futures Trading Commission (CFTC), sistematizou os criptoativos em diferentes categorias e inseriu as *memecoins* típicas entre os chamados *digital collectibles*. Nessa classificação, seu valor decorre predominantemente de fatores artísticos, culturais ou sociais e da dinâmica de oferta e demanda, e não dos esforços gerenciais de terceiros (Securities and Exchange Commission, 2026). A interpretação reforçou, ainda, premissa essencial para esta pesquisa: o enquadramento jurídico depende da operação e de suas circunstâncias concretas, e não apenas da denominação atribuída ao ativo.

O Dogecoin constitui um dos exemplos mais conhecidos desse fenômeno. Criado originalmente a partir de uma referência humorística, o ativo passou a reunir comunidade própria e alcançou relevância econômica. Projetos posteriores, como Shiba Inu e Pepe, demonstraram igualmente que a ausência de finalidade tecnológica inicial não impede a formação de mercados expressivos. Conlon e Corbet observam que as *memecoins* deixaram de representar fenômeno restrito ao humor da internet e passaram a ocupar espaço economicamente relevante no mercado de criptoativos, ainda que sua utilidade permaneça menos evidente do que em outros projetos (Conlon; Corbet, 2025, p. 1).

A formação de preço desses ativos apresenta forte dependência de fatores comportamentais. Popularidade, comunidades digitais, atuação de influenciadores e repercussão em redes sociais podem provocar variações rápidas de demanda. Em determinados casos, o próprio projeto reconhece sua natureza essencialmente recreativa, como ocorre com a PEPE, descrita como "*completely useless and for entertainment purposes only*", isto é, "completamente inútil e destinada apenas ao entretenimento" (Conlon; Corbet, 2025, p. 2, tradução nossa).

Nesse ambiente, fenômenos como o *fear of missing out* (FOMO), correspondente ao receio de perder uma oportunidade aparentemente excepcional, podem intensificar movimentos especulativos. A rápida valorização de determinado *token* estimula novas aquisições pela expectativa de continuidade da alta, enquanto a perda de interesse da comunidade pode provocar movimento inverso com semelhante intensidade.

Ao mesmo tempo, a redução das barreiras técnicas e econômicas para a criação de novos *tokens* permite que projetos sejam lançados rapidamente e com pouca infraestrutura. Essa facilidade amplia a possibilidade de surgimento de ativos com reduzida transparência e elevada concentração em poucas carteiras, tornando especialmente relevante a assimetria informacional entre desenvolvedores e adquirentes. Os responsáveis pelo projeto podem conhecer previamente a distribuição dos *tokens*, as condições de liquidez e os poderes mantidos sobre o ativo, enquanto o público depende das informações disponibilizadas.

Essas características, contudo, não tornam uma *memecoin* necessariamente fraudulenta. A elevada volatilidade, a ausência de utilidade econômica específica ou mesmo uma queda acentuada de preço podem decorrer da própria dinâmica especulativa do mercado. A questão jurídica assume natureza distinta quando o prejuízo resulta de manipulação, ocultação de informações relevantes, concentração deliberadamente não revelada ou retirada de liquidez.

A distinção entre risco especulativo e fraude é, portanto, fundamental. O adquirente pode conscientemente assumir o risco de um ativo cujo valor depende fortemente da demanda e do comportamento coletivo. O que não se confunde com essa assunção é a exploração deliberada de assimetrias informacionais ou de poderes ocultos pelos responsáveis pelo projeto. Essa diferenciação servirá de base para o exame dos esquemas de rug pull e, posteriormente, para a definição dos limites da atuação regulatória da CVM.

4. DOS *RUG PULLS*

Os *rug pulls* constituem modalidade de fraude associada à emissão e à negociação de criptoativos, especialmente em ambientes de finanças descentralizadas. A expressão descreve situações em que os responsáveis por determinado projeto atraem adquirentes e, posteriormente, utilizam o controle que possuem sobre o *token*, sua liquidez ou outros elementos da operação para retirar valor do mercado, provocando prejuízos aos demais participantes.

A compreensão dessa prática exige breve referência às *Decentralized Exchanges* (DEXs), plataformas nas quais ativos podem ser negociados diretamente por meio de contratos

inteligentes. Em muitos desses ambientes, a negociação ocorre por meio de *pools* de liquidez, formados pela combinação do *token* com outro ativo de maior circulação, como uma criptomoeda ou *stablecoin*. A liquidez depositada permite que compradores e vendedores realizem operações sem depender de uma contraparte individual para cada transação.

Uma das formas mais características de *rug pull* ocorre quando os responsáveis pelo projeto conservam controle sobre essa liquidez. Após lançar o *token* e incentivar sua aquisição, os desenvolvedores podem retirar do *pool* os ativos de maior valor, deixando os demais participantes com *tokens* que encontram pouca ou nenhuma possibilidade econômica de negociação. Kalacheva et al. sintetizam essa modalidade como a retirada da liquidez capaz de tornar determinado *token* economicamente sem valor (Kalacheva et al., 2024, p. 4).

A fraude, contudo, não se limita à retirada direta de liquidez. Determinados projetos podem conservar funções que permitem restringir transferências ou impedir a venda dos *tokens* pelos adquirentes, estrutura conhecida como *honeypot*. Em outros casos, agentes relacionados aos responsáveis concentram parcela significativa da emissão e vendem suas posições após a valorização provocada pela entrada de novos participantes. Embora os mecanismos sejam distintos, há elemento comum: a existência de poderes ou informações relevantes em favor dos agentes internos que não são conhecidos, ou não são adequadamente compreendidos, pelo restante do mercado.

As *memecoins* apresentam especial exposição a essas práticas em razão da facilidade de criação de novos *tokens*, da rápida formação de mercados e da intensa promoção em redes sociais. A combinação entre baixa barreira de entrada, assimetria informacional e possibilidade de concentração da emissão ou da liquidez permite que projetos obtenham visibilidade antes que os adquirentes consigam avaliar adequadamente sua estrutura.

Nem toda queda abrupta de preço, entretanto, caracteriza *rug pull*. Como visto, as *memecoins* são ativos altamente voláteis e podem perder valor simplesmente pela redução do interesse do mercado. Nessa hipótese, concretiza-se o risco especulativo assumido pelo participante. O *rug pull* distingue-se porque o prejuízo decorre de atuação deliberada dos responsáveis, que exploram uma posição de controle ou assimetria informacional para retirar valor, impedir a negociação ou transferir aos demais participantes os efeitos de sua própria saída.

A relevância jurídica dos rug pulls reside, portanto, justamente nessa diferença. O risco enfrentado pelo adquirente não decorre apenas das oscilações próprias do mercado, mas pode resultar de poderes ocultos, concentração de ativos, manipulação da liquidez ou

informações incompletas sobre a estrutura do projeto. Distinguir perda especulativa e fraude será essencial para determinar quais prejuízos integram o risco voluntariamente assumido e quais justificam mecanismos jurídicos de responsabilização e intervenção regulatória.

5. DAS AGÊNCIAS REGULADORAS

A regulação dos criptoativos apresenta dificuldade anterior à própria definição das normas aplicáveis: identificar qual autoridade possui competência para supervisionar o ativo, sua oferta e os agentes envolvidos em sua negociação. O problema é especialmente relevante para as *memecoins*, pois ativos tecnologicamente semelhantes podem receber tratamentos jurídicos distintos conforme a forma pela qual são estruturados e oferecidos ao público. A comparação entre Brasil, Estados Unidos e União Europeia demonstra que o desafio regulatório está, em grande medida, na delimitação do perímetro de atuação de cada autoridade.

No Brasil, essa divisão foi estruturada pela Lei nº 14.478/2022, denominada Marco Legal dos Criptoativos. O diploma estabeleceu diretrizes para a prestação de serviços de ativos virtuais e preservou os regimes jurídicos específicos aplicáveis a determinadas categorias, entre elas os valores mobiliários. A regulamentação do Marco Legal atribuiu ao Banco Central do Brasil a competência para regular, autorizar e supervisionar as prestadoras de serviços de ativos virtuais, sem afastar as atribuições da Comissão de Valores Mobiliários.

O sistema brasileiro passou, assim, a operar por meio de competências complementares. O Banco Central disciplina as instituições que prestam serviços envolvendo ativos virtuais, enquanto a CVM permanece responsável pelas operações que ingressam no mercado de valores mobiliários. Essa separação foi aprofundada pela regulamentação editada pelo Banco Central em 2025, que disciplinou aspectos de autorização, funcionamento das prestadoras e operações no mercado de câmbio.

A submissão de uma plataforma à supervisão do Banco Central, contudo, não significa que os criptoativos nela negociados tenham sido aprovados pelo Estado ou sejam automaticamente considerados valores mobiliários. A competência da CVM permanece condicionada às hipóteses previstas na Lei nº 6.385/1976, especialmente ao art. 2º, IX, que inclui entre os valores mobiliários os contratos de investimento coletivo ofertados publicamente e capazes de gerar participação, parceria ou remuneração, inclusive quando os rendimentos decorrem dos esforços do empreendedor ou de terceiros.

O Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 constitui o principal referencial da Autarquia para aplicação desse conceito aos criptoativos. A análise considera fatores como a existência

de investimento, o caráter coletivo da operação, a expectativa de benefício econômico, a dependência dos esforços de empreendedor ou de terceiros e a realização de oferta pública. A consequência é particularmente relevante para as *memecoins*: a tecnologia empregada e o nome atribuído ao *token* não determinam, isoladamente, seu enquadramento jurídico. Um ativo pode permanecer fora da competência da CVM quando sua valorização decorrer predominantemente da oferta, da procura e do interesse espontâneo do mercado, mas a conclusão pode ser distinta se a estrutura da oferta criar expectativa de retorno vinculada à atuação dos promotores.

A Deliberação CVM nº 898/2025, referente ao caso $EIKE, determinou cautelarmente a interrupção de oferta diante da identificação de características próprias de contrato de investimento coletivo. O caso é relevante porque demonstra que a denominação *memecoin* não impede a Autarquia de examinar a realidade econômica da operação.

Nos Estados Unidos, a delimitação institucional ocorre principalmente entre a Securities and Exchange Commission (SEC) e a Commodity Futures Trading Commission (CFTC). A identificação de uma operação como valor mobiliário permanece relacionada ao *Howey Test*, desenvolvido pela Suprema Corte no caso SEC v. W. J. Howey Co., que considera, em essência, a existência de investimento realizado com expectativa de lucro decorrente dos esforços de terceiros. Assim como no sistema brasileiro, a análise privilegia a realidade econômica da operação.

Esse debate recebeu tratamento específico para as *memecoins*. Em fevereiro de 2025, a Divisão de Finanças Corporativas da SEC manifestou o entendimento de que *memecoins* típicas, adquiridas primordialmente para entretenimento, interação social ou finalidades culturais e cujo valor decorre da dinâmica de oferta e procura, em regra não constituiriam valores mobiliários. Em março de 2026, interpretação editada em nível de Comissão, com participação da CFTC, passou a enquadrar essas *memecoins* típicas entre os chamados *digital collectibles*. O entendimento, entretanto, não elimina a análise concreta: um criptoativo que isoladamente não seja um valor mobiliário pode integrar uma operação estruturada como contrato de investimento.

A União Europeia adotou solução distinta por meio do Regulamento (UE) 2023/1114, o *Markets in Crypto-Assets Regulation* (MiCA). O regulamento estabeleceu disciplina específica para *asset-referenced tokens* (ARTs), *e-money tokens* (EMTs) e uma categoria residual de outros criptoativos, mantendo fora de seu âmbito os instrumentos financeiros sujeitos à regulação europeia própria. Também no sistema europeu, portanto, a classificação jurídica do ativo antecede a definição do regime aplicável.

Em princípio, *memecoins* que não constituam instrumentos financeiros, ARTs ou EMTs podem situar-se na categoria residual do MiCA. Existe, contudo, uma limitação relevante: o Considerando 22 do Regulamento afasta a submissão desses ativos aos Títulos II, III e IV. A questão é particularmente sensível para *memecoins*, nas quais a ausência efetiva de um emitente não deve ser confundida com a simples ocultação ou pseudonimização dos responsáveis pelo projeto.

A comparação revela, portanto, modelos institucionais distintos, mas uma preocupação comum. O Brasil divide a supervisão entre Banco Central e CVM conforme a atividade e a natureza da operação; os Estados Unidos preservam a distinção entre SEC e CFTC e analisam a realidade econômica da transação; e a União Europeia estabeleceu um regime específico para criptoativos, mantendo, contudo, fronteiras com a legislação de instrumentos financeiros e limitações quanto a ativos sem emitente identificável.

Para as *memecoins*, a conclusão essencial é que a simples denominação do ativo não determina sua submissão ao regime dos valores mobiliários. Brasil, Estados Unidos e União Europeia adotam caminhos diferentes, mas condicionam a incidência das normas próprias do mercado de capitais às características concretas da operação, aos direitos atribuídos aos adquirentes e à origem econômica do retorno esperado. Da mesma forma, permanecer fora da competência da autoridade do mercado de capitais não significa ausência de tutela jurídica, pois continuam aplicáveis, conforme o caso, regimes relacionados à supervisão das prestadoras, proteção do consumidor e repressão a condutas fraudulentas.

Essa delimitação institucional fornece a base para a questão central examinada a seguir: determinar em quais circunstâncias a aquisição de uma *memecoin* permanece como operação essencialmente especulativa e quando sua estrutura econômica passa a aproximá-la de outras categorias jurídicas, especialmente da aposta e do contrato de investimento coletivo.

6. DA NATUREZA JURÍDICA DAS *MEMECOINS*: COLECIONÁVEL, APOSTA E INVESTIMENTO

A natureza jurídica das *memecoins* não deve ser determinada a partir de uma classificação única e imutável do ativo. A hipótese desenvolvida neste trabalho parte da distinção entre o objeto negociado e o negócio jurídico realizado com ele. A interpretação editada pela *Securities and Exchange Commission* (SEC) em março de 2026 reforçou essa premissa ao estabelecer que a incidência das normas de valores mobiliários deve considerar a operação e suas circunstâncias concretas, e não simplesmente a denominação atribuída ao

criptoativo. A partir dessa separação, sustenta-se que a *memecoin* típica pode ser compreendida, no plano do objeto, como um *digital collectible*; que sua aquisição primária constitui aposta, para fins dos arts. 814 a 817 do Código Civil, quando preenchidos cumulativamente os critérios propostos neste capítulo; e que a operação ingressa no regime dos valores mobiliários quando assume as características do contrato de investimento coletivo previsto no art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976. As três qualificações não são contraditórias, pois recaem sobre planos distintos e dependem da estrutura econômica concretamente analisada.

A aproximação entre determinadas aquisições de *memecoins* e a aposta encontra fundamento inicial na própria lógica econômica dessas operações. Diversamente de ações, títulos de dívida ou ativos dotados de utilidade econômica independente, muitas *memecoins* não atribuem fluxo de caixa, participação societária, direito creditório ou outra vantagem capaz de justificar autonomamente o preço pago. O resultado esperado concentra-se, essencialmente, na possibilidade de que o próprio *token* seja posteriormente vendido por valor superior. Arthur, Williams e Delfabbro demonstram que, embora investimento e jogo apresentem diferenças conceituais relevantes, a especulação ocupa posição intermediária entre essas categorias, compartilhando com o jogo características relacionadas ao risco, à colocação de recursos em jogo e à incerteza do resultado econômico (Arthur; Williams; Delfabbro, 2016, p. 584, 586-587).

Essa aproximação também encontra paralelo no fenômeno denominado *gamblification of investing*. Newall e Weiss-Cohen identificam produtos apresentados como investimentos que incorporam características capazes de aproximá-los dos jogos de azar, especialmente quando tendem a produzir perdas para a maioria dos participantes, atraem pessoas suscetíveis a danos associados ao jogo e utilizam mecanismos de design voltados à negociação frequente ou à expectativa de ganhos elevados e pouco prováveis (Newall; Weiss-Cohen, 2022, p. 2-4). Os próprios autores reconhecem, ainda, as criptomoedas como campo relevante para investigações futuras sobre esse fenômeno, embora ressalvem que a evidência disponível à época era menos desenvolvida do que aquela existente para negociação frequente de ações e derivativos de alto risco (Newall; Weiss-Cohen, 2022, p. 6).

O direito brasileiro oferece ponto normativo para avançar dessa aproximação econômica para uma qualificação jurídica. O art. 2º, I, da Lei nº 14.790/2023 define aposta como o "ato por meio do qual se coloca determinado valor em risco na expectativa de obtenção de um prêmio". Essa estrutura básica está presente na aquisição especulativa de determinadas *memecoins*. Isso não significa, contudo, submetê-las ao regime das apostas de quota fixa criado pela mesma Lei. O inciso II exige fator de multiplicação previamente definido

para determinar o valor potencialmente recebido pelo apostador, elemento inexistente em uma *memecoin*, cujo eventual ganho depende da formação posterior e indeterminada de seu preço. A aquisição pode, portanto, constituir aposta na acepção civil sem configurar aposta de quota fixa submetida à Lei nº 14.790/2023.

Para afastar essa conclusão de uma simples analogia e conferir-lhe aplicação operacional, propõe-se um teste composto por quatro requisitos cumulativos. Para os fins deste trabalho, a aquisição primária de uma *memecoin* deve ser qualificada como aposta civil quando: (i) o ativo não possuir demanda econômica relevante externa à expectativa de sua futura revenda, seja por não conferir fluxo de caixa, participação, direito sobre ativo subjacente ou utilidade autônoma; (ii) a expectativa predominante de ganho decorrer da valorização do próprio *token* e de sua posterior transferência a novos participantes; (iii) os agentes presentes desde o lançamento possuírem vantagem estrutural objetivamente verificável, decorrente do baixo custo de criação do ativo associado à retenção de parcela relevante da emissão ou ao controle de elementos essenciais de sua liquidez; e (iv) não existir obrigação juridicamente exigível de um empreendedor de realizar esforços essenciais destinados à produção do retorno esperado. O último requisito desempenha função adicional: se o benefício econômico passa a depender predominantemente dos esforços assumidos por um promotor, a operação deixa o campo da aposta aqui proposto e deve ser examinada à luz do contrato de investimento coletivo.

A disciplina do art. 814 do Código Civil confere consequência particularmente importante a essa construção. O dispositivo determina que as dívidas de jogo ou aposta não obrigam a pagamento e, como regra, impede a restituição da quantia voluntariamente paga, configurando hipótese tradicionalmente compreendida como obrigação natural. Essa consequência se estabelece entre os particulares e não produz, por si só, qualquer limitação à competência da CVM, do Banco Central ou de outras autoridades. A conclusão de que o Estado não deve garantir o resultado econômico assumido pelo participante constitui, portanto, argumento regulatório autônomo, e não consequência diretamente extraída do art. 814.

O próprio dispositivo, entretanto, contém uma ressalva central para esta pesquisa ao afastar a irrepetibilidade quando a quantia tiver sido “ganha por dolo”. Se a redução do preço resulta apenas da perda de interesse, da insuficiência de compradores ou da realização normal do risco especulativo, concretiza-se a álea própria da operação. Diversamente, quando o prejuízo decorre da retirada deliberada de liquidez, da ocultação de funções privilegiadas, da manipulação da emissão ou de outra conduta fraudulenta dos responsáveis, o resultado deixa

de decorrer simplesmente do risco aceito. A qualificação como aposta permite, portanto, separar a perda especulativa da perda produzida por dolo: a primeira permanece submetida à álea da operação, enquanto a segunda encontra na própria ressalva do art. 814 fundamento para afastar a regra de irrepetibilidade.

Essa qualificação civil tampouco conduz à aplicação automática do art. 50 do Decreto-Lei nº 3.688/1941. A Lei das Contravenções Penais considera jogo de azar, entre outras hipóteses, aquele em que ganho e perda dependam "exclusiva ou principalmente da sorte". A formação do preço de uma *memecoin*, entretanto, resulta da interação entre oferta, procura, divulgação, decisões dos participantes e, em determinados projetos, influência exercida pelos próprios desenvolvedores. Essa influência fática pode afastar a predominância da sorte sem, por si só, criar a obrigação juridicamente exigível prevista no requisito (iv) do teste proposto. Somente quando a expectativa de retorno passa a depender dos esforços assumidos pelo promotor surge a possibilidade de ingresso no campo dos contratos de investimento coletivo. Soma-se a isso a necessidade de interpretação estrita da norma penal, razão pela qual a aplicação dos arts. 814 a 817 do Código Civil não implica caracterização da atividade como jogo de azar para fins contravencionais.

6.1. A fronteira com o contrato de investimento coletivo

A qualificação se modifica quando o retorno esperado deixa de decorrer predominantemente da valorização espontânea do mercado e passa a depender dos esforços essenciais do responsável pelo projeto. Nessa hipótese, ganha centralidade o art. 2º, IX, da Lei nº 6.385/1976, que alcança contratos de investimento coletivo ofertados publicamente quando o benefício econômico esperado decorre dos esforços do empreendedor ou de terceiros. O Parecer de Orientação CVM nº 40/2022 transpõe essa lógica para os criptoativos e reafirma que a tecnologia utilizada ou a denominação atribuída ao *token* não substituem a análise da realidade econômica da operação.

O caso $EIKE materializa essa fronteira. Na Deliberação CVM nº 898/2025, a Autarquia determinou cautelarmente a interrupção de oferta considerada irregular. O argumento de que o ativo deveria ser compreendido como *memecoin*, à luz do entendimento norte-americano, não foi suficiente para afastar a análise da CVM, pois as circunstâncias concretas da oferta apresentavam elementos incompatíveis com uma aquisição destinada predominantemente ao entretenimento, à interação social ou a finalidades culturais. O episódio confirma a premissa central deste capítulo: não é a denominação do ativo que determina o regime aplicável, mas a operação construída em torno dele e, especialmente, a origem econômica do retorno esperado.

A mesma lógica limita a eficácia de *disclaimers*. Ao divergir do *Staff Statement on Meme Coins* de 2025, a comissária Caroline Crenshaw advertiu para o risco de expressões como “sem utilidade”, “apenas para entretenimento” ou “não constitui investimento” serem empregadas para afastar artificialmente o *Howey Test*. Assim, promessas relacionadas ao desenvolvimento do projeto, administração da liquidez, obtenção de listagens ou adoção de medidas destinadas à valorização do *token* podem deslocar a operação do campo da aposta especulativa para o campo do investimento coletivo.

6.2. Limites e falseamento da hipótese

A hipótese proposta enfrenta uma objeção importante: especulação não equivale necessariamente a aposta. Ouro, obras de arte, Bitcoin e instrumentos financeiros derivativos também podem ser adquiridos com expectativa de valorização. O teste proposto procura justamente impedir que a mera volatilidade ou intenção de revenda sejam suficientes. O ouro não preenche o requisito (i), pois possui demanda econômica externa à especulação, inclusive industrial e joalheira. A obra de arte apresenta utilidade estética e cultural autônoma. O Bitcoin, embora possa ser adquirido especulativamente, não apresenta o requisito (iii) nos mesmos termos de uma *memecoin* recém-lançada, pois sua emissão é determinada pelo protocolo e não existe emissor singular capaz de reservar livremente parcela inicial da emissão e controlar unilateralmente sua liquidez.

Os estudos sobre *rug pulls* reforçam a importância desse último elemento. Kalacheva et al. (2024, p. 1, 11) reportam, no universo analisado de novos *tokens* negociados na Uniswap V2 e segundo os critérios classificatórios adotados, percentual superior a 98% de *tokens* com características fraudulentas; nas páginas seguintes, os autores identificam comportamentos iniciais de negociação relevantes para a previsão dessas ocorrências (Kalacheva et al., 2024, p. 12-13). O percentual não pode ser generalizado para todas as *memecoins*, pois depende da amostra e da metodologia utilizada.

Em estudo independente sobre a Solana, Chen et al. analisaram 100.063 *tokens* recém-emitidos nas plataformas Orca, Raydium e Meteora entre 1º de janeiro e 30 de junho de 2025, identificando 76.469 candidatos a *rug pull* (Chen et al., 2026, p. 1-2). Para avaliar a qualidade da classificação, os autores selecionaram aleatoriamente 382 *tokens* para auditoria manual e encontraram apenas um caso classificado incorretamente, correspondente a taxa observada de falso positivo de 0,26% (Chen et al., 2026, p. 6-7). Os próprios pesquisadores ressaltam que sua metodologia privilegia precisão e deve ser interpretada como limite inferior, e não como censo de todos os *rug pulls* existentes na Solana. A convergência entre pesquisas

independentes, realizadas em *blockchains* e plataformas distintas, reforça a relevância das vantagens estruturais existentes em determinados mercados de lançamento de *tokens*.

Há também objeção institucional. Em 2023, o *Treasury Committee* britânico recomendou que determinadas operações com criptoativos não lastreados fossem reguladas de forma semelhante aos jogos de azar. O Governo britânico rejeitou a proposta, sustentando que a regulação de apostas seria insuficiente para enfrentar manipulação de mercado, conflitos de interesse e outros riscos próprios dos criptoativos. A crítica é pertinente e evidencia que qualificar a relação entre particulares como aposta civil não implica transferir administrativamente o mercado de *memecoins* para o regime dos jogos. Natureza do negócio jurídico e desenho institucional da regulação constituem questões distintas.

Também não enfraquece a hipótese o fato de determinados ativos amadurecerem e adquirirem outras funções. A interpretação da SEC de março de 2026 incluiu as *memecoins* típicas entre os *digital collectibles*, mas classificou Dogecoin e Shiba Inu como *digital commodities*. A mudança confirma a opção metodológica adotada: a categoria econômica do ativo pode se alterar ao longo do tempo, enquanto a natureza jurídica de cada operação continua dependente de sua estrutura concreta.

6.3. Tutela jurídica fora do regime de valores mobiliários

A permanência de uma operação fora do perímetro da CVM não significa ausência de tutela jurídica. A Lei nº 14.478/2022 introduziu no Código Penal o art. 171-A, destinado à fraude praticada com utilização de ativos virtuais, valores mobiliários ou ativos financeiros. Quando configurada relação de consumo, também permanecem aplicáveis os deveres de informação, transparência e proteção contra práticas enganosas previstos no Código de Defesa do Consumidor. Paralelamente, as prestadoras de serviços de ativos virtuais permanecem sujeitas à supervisão do Banco Central nos limites estabelecidos pelo Marco Legal e por sua regulamentação.

A necessidade de algum nível de resposta estatal tampouco precisa ser justificada pelo objetivo paternalista de impedir que participantes assumam riscos elevados. Conlon e Corbet identificam associação entre a expansão das *memecoins*, o aumento da volatilidade e efeitos de contágio sobre outros segmentos do mercado de criptoativos (Conlon; Corbet, 2025, p. 8-9). A intervenção pode, assim, encontrar fundamento mais consistente na redução das assimetrias informacionais, na repressão à fraude e nas externalidades produzidas sobre a integridade do mercado, preservando ao participante a liberdade de assumir conscientemente o risco especulativo.

A hipótese desenvolvida neste capítulo pode, assim, ser sintetizada em três níveis. No plano do objeto, a *memecoin* típica pode ser compreendida como colecionável digital, classificação proveniente da taxonomia regulatória norte-americana e aqui utilizada como referência comparada, sem pretensão de transplantá-la automaticamente para o direito brasileiro. No plano do negócio jurídico, sua aquisição primária constitui aposta civil quando preenchidos cumulativamente os quatro requisitos propostos. Por fim, quando o benefício econômico esperado passa a depender dos esforços essenciais assumidos por um promotor, a operação ingressa no campo dos contratos de investimento coletivo e, consequentemente, no perímetro da CVM. A contribuição dessa estrutura está justamente em substituir a pergunta abstrata sobre "o que é uma *memecoin*" por uma investigação mais precisa: qual operação foi realizada, de onde deveria surgir o retorno esperado e quem detinha controle sobre as condições capazes de produzi-lo?

7. CONCLUSÃO

A análise desenvolvida neste trabalho permite concluir que o problema regulatório das *memecoins* não decorre simplesmente da ausência de normas, mas da dificuldade de identificar corretamente a natureza da operação e, a partir dela, delimitar a autoridade competente para atuar. Como demonstrado, um mesmo criptoativo pode receber tratamentos jurídicos distintos conforme a estrutura econômica da operação realizada, os direitos atribuídos aos adquirentes e a origem do retorno esperado.

A análise comparada entre Brasil, Estados Unidos e União Europeia evidencia convergência relevante nesse aspecto. Nenhum desses sistemas considera que a simples denominação *memecoin* seja suficiente para definir a incidência do regime dos valores mobiliários. No Brasil, a competência da CVM depende do enquadramento da operação nas hipóteses da Lei nº 6.385/1976, especialmente no contrato de investimento coletivo. Nos Estados Unidos, a classificação de *memecoins* típicas como *digital collectibles* convive com a possibilidade de determinada oferta configurar *investment contract*. Na União Europeia, embora o MiCA tenha estabelecido regime mais abrangente para criptoativos, permanece limitação importante quanto àqueles sem emitente identificável. A comparação demonstra, portanto, que a existência de ativos fora do regime tradicional do mercado de capitais não constitui, por si só, falha regulatória.

Isso não significa que a CVM deva permanecer alheia ao fenômeno. A delimitação negativa de competência também constitui exercício de competência, e não renúncia a ela. A segurança jurídica exige clareza tanto sobre as operações submetidas à Autarquia quanto sobre aquelas que permanecem fora de seu perímetro. O Parecer de Orientação CVM nº

40/2022 e a atuação da CVM no caso $EIKE demonstram que essa fronteira deve ser definida a partir da realidade econômica da operação, e não da denominação atribuída ao *token*. A função institucional da Autarquia não consiste, portanto, em incorporar genericamente as *memecoins* ao mercado de valores mobiliários, mas em estabelecer critérios claros para identificar quando determinada operação atravessa essa fronteira.

À luz do problema de pesquisa, os resultados não confirmam a hipótese de que as fraudes envolvendo *memecoins* decorram primordialmente de uma lacuna regulatória provocada pela ausência de competência da CVM. Os resultados apontam para diagnóstico mais específico: existe um problema de delimitação de perímetro regulatório, agravado por assimetrias informacionais, facilidade de emissão de novos *tokens*, concentração de poder entre agentes iniciais e dificuldades de responsabilização em estruturas digitais e transfronteiriças. A expansão indiscriminada da competência da CVM não eliminaria essas vulnerabilidades. A resposta institucional mais adequada reside na clareza das fronteiras entre os diferentes regimes jurídicos, na fiscalização das atividades já submetidas às autoridades competentes e na repressão efetiva às condutas fraudulentas.

A proteção jurídica, por isso, deve ser compreendida de maneira distribuída. O Banco Central exerce a supervisão das prestadoras de serviços de ativos virtuais; a CVM atua quando a operação assume características próprias do mercado de valores mobiliários; e permanecem aplicáveis, conforme o caso, as tutelas penal, consumerista e civil. A permanência de determinada *memecoin* fora do perímetro da CVM não significa, assim, ausência de proteção jurídica, mas apenas que os riscos e ilícitos envolvidos devem ser enfrentados pelos instrumentos adequados à sua natureza.

Essa conclusão preserva a distinção central construída ao longo da pesquisa entre risco especulativo e fraude. A elevada volatilidade, a ausência de utilidade econômica específica ou a perda expressiva de valor não transformam, isoladamente, uma operação em ilícito. O participante pode assumir conscientemente riscos elevados em ativos essencialmente especulativos. Situação distinta ocorre quando o prejuízo decorre de manipulação, retirada deliberada de liquidez, ocultação de poderes relevantes ou outras formas de exploração de assimetrias informacionais. A função da regulação não é garantir rentabilidade, mas assegurar que o risco efetivamente assumido corresponda àquele apresentado ao participante e que estruturas fraudulentas não se beneficiem do simples fato de o ativo permanecer fora do mercado de valores mobiliários.

A pesquisa apresenta limitações. O teste de quatro requisitos desenvolvido para a qualificação da aquisição primária de determinadas *memecoins* como aposta civil possui

natureza analítica e ainda demanda aplicação sistemática a casos concretos. Da mesma forma, os estudos empíricos utilizados sobre *rug pulls* foram realizados em plataformas, períodos e amostras específicos, razão pela qual seus resultados não podem ser generalizados para todo o mercado. A rápida transformação dos regimes regulatórios internacionais também recomenda cautela quanto à estabilidade das categorias examinadas.

Conclui-se, portanto, que o principal desafio regulatório das *memecoins* não exige uma expansão irrestrita da competência da CVM, mas maior precisão na delimitação de seu perímetro regulatório. A contribuição institucional da Autarquia está justamente em indicar onde sua competência começa, onde termina e em quais circunstâncias uma operação inicialmente situada fora do mercado de valores mobiliários passa a ingressar nesse regime. Delimitar o que não constitui valor mobiliário também é exercício regulatório, pois reduz incertezas, dificulta o uso oportunista de categorias jurídicas e permite que cada risco seja tratado pelo regime e pela autoridade efetivamente adequados.

REFERÊNCIAS:

ARTHUR, Julie N.; WILLIAMS, Robert J.; DELFABBRO, Paul H. The conceptual and empirical relationship between gambling, investing, and speculation. **Journal of Behavioral Addictions**, v. 5, n. 4, p. 580-591, 2016. DOI: 10.1556/2006.5.2016.084.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Deliberação CVM nº 898, de 1º de abril de 2025**. Oferta irregular de contratos de investimento coletivo no mercado de valores mobiliários sem o registro previsto na Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. *Diário Oficial da União*: Brasília, DF, 3 abr. 2025. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/deliberacoes/deli0800/deli898.html. Acesso em: 12 jul. 2026.

BRASIL. Comissão de Valores Mobiliários. **Parecer de Orientação CVM nº 40, de 11 de outubro de 2022**. Criptoativos e o mercado de valores mobiliários. Rio de Janeiro: CVM, 2022. Disponível em: https://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/pareceres-orientacao/pare040.html. Acesso em: 11 jul. 2026.

BRASIL. **Decreto-Lei nº 3.688, de 3 de outubro de 1941**. Lei das Contravenções Penais. *Diário Oficial da União*: seção 1, Rio de Janeiro, 13 out. 1941. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/decreto-lei/del3688.htm. Acesso em: 12 abr. 2026.

BRASIL. **Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976**. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 9 dez. 1976. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acesso em: 14 jul. 2026.

BRASIL. **Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002**. Institui o Código Civil. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 11 jan. 2002. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/l10406compilada.htm. Acesso em: 11 jul. 2026.

BRASIL. **Lei nº 14.478, de 21 de dezembro de 2022**. Dispõe sobre diretrizes a serem observadas na prestação de serviços de ativos virtuais e na regulamentação das prestadoras de serviços de ativos virtuais; altera o Decreto-Lei nº 2.848, de 7 de dezembro de 1940 (Código Penal), para prever o crime de fraude com a utilização de ativos virtuais, valores mobiliários ou ativos financeiros; e altera a Lei nº 7.492, de 16 de junho de 1986, e a Lei nº 9.613, de 3 de março de 1998, para incluir as prestadoras de serviços de ativos virtuais no rol de suas disposições. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 22 dez. 2022. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2019-2022/2022/lei/l14478.htm. Acesso em: 9 jun. 2026.

BRASIL. **Lei nº 14.790, de 29 de dezembro de 2023**. Dispõe sobre a modalidade lotérica denominada apostas de quota fixa; altera as Leis nºs 5.768, de 20 de dezembro de 1971, e 13.756, de 12 de dezembro de 2018, e a Medida Provisória nº 2.158-35, de 24 de agosto de 2001; revoga dispositivos do Decreto-Lei nº 204, de 27 de fevereiro de 1967; e dá outras providências. *Diário Oficial da União*: seção 1, Brasília, DF, 29 dez. 2023. Disponível em: https://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2023-2026/2023/lei/l14790.htm. Acesso em: 22 jul. 2026.

CHEN, Jiaxin *et al*. **From hype to collapse**: investigating rug pull scams on Solana. arXiv:2603.24625v2, 31 maio 2026. Preprint. Disponível em: https://arxiv.org/abs/2603.24625. Acesso em: 15 jul. 2026.

CONLON, Thomas; CORBET, Shaen. Memecoin contagion: irrationality, illicit behaviour, and cryptocurrency risk. **Finance Research Letters**, v. 86, parte A, art. 108264, 2025. DOI: 10.1016/j.frl.2025.108264. Disponível em: https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1544612325015181. Acesso em: 25 abr. 2026.

CRENSHAW, Caroline A. **Response to staff statement on meme coins**: what does it meme? Washington, DC: Securities and Exchange Commission, 27 fev. 2025. Disponível em: https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/crenshaw-response-staff-statement-meme-coins-022725. Acesso em: 21 abr. 2026.

EIZIRIK, Nelson; GAAL, Ariádna B.; PARENTE, Flávia; HENRIQUES, Marcus de Freitas. **Mercado de capitais**: regime jurídico. 4. ed. São Paulo: Quartier Latin, 2019.

KALACHEVA, Alisa; KUZNETSOV, Pavel; VODOLAZOV, Igor; YANOVICH, Yury. **Detecting rug pulls in decentralized exchanges**: the rise of meme coins. Rochester, NY: SSRN, 9 out. 2024. 18 p. Preprint. DOI: 10.2139/ssrn.4981529. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=4981529. Acesso em: 25 jun. 2026.

NAKAMOTO, Satoshi. **Bitcoin**: a peer-to-peer electronic cash system. [S. l.: s. n.], 2008. Disponível em: https://bitcoin.org/bitcoin.pdf. Acesso em: 26 maio 2026.

NEWALL, Philip W. S.; WEISS-COHEN, Leonardo. The gamblification of investing: how a new generation of investors is being born to lose. **International Journal of Environmental Research and Public Health**, v. 19, n. 9, art. 5391, 2022. DOI: 10.3390/ijerph19095391.

REINO UNIDO. HM Treasury. **Regulating crypto**: government response to the Committee's Fifteenth Report. Londres: House of Commons, 20 jul. 2023. HC 1752. Disponível em: https://publications.parliament.uk/pa/cm5803/cmselect/cmtreasy/1752/report.html. Acesso em: 10 abr. 2026.

REINO UNIDO. House of Commons. Treasury Committee. **Regulating crypto**. Fifteenth Report of Session 2022-23. Londres: House of Commons, 17 maio 2023. HC 615. Disponível em: https://publications.parliament.uk/pa/cm5803/cmselect/cmtreasy/615/report.html. Acesso em: 19 jul. 2026.

RODRIGUES, Gustavo; KURTZ, Lahis. **Criptomoedas e regulação antilavagem de dinheiro no G20**. Belo Horizonte: Instituto de Referência em Internet e Sociedade, 2019. Disponível em: https://irisbh.com.br/wp-content/uploads/2019/09/criptomoedas_e_regulacao_antilavagem_de_dinheiro_no_G20_IRIS_0.pdf. Acesso em: 4 jul. 2026.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). **Application of the federal securities laws to certain types of crypto assets and certain transactions involving crypto assets**. Washington, DC: SEC, 17 mar. 2026. Interpretive release. Disponível em: https://www.sec.gov/newsroom/press-releases/2026-30-sec-clarifies-application-federal-securities-laws-crypto-assets. Acesso em: 5 abr. 2026.

SECURITIES AND EXCHANGE COMMISSION (SEC). Division of Corporation Finance. **Staff statement on meme coins**. Washington, DC: SEC, 27 fev. 2025. Disponível em: https://www.sec.gov/newsroom/speeches-statements/staff-statement-meme-coins. Acesso em: 13 abr. 2026.

UNIÃO EUROPEIA. **Regulamento (UE) 2023/1114 do Parlamento Europeu e do Conselho, de 31 de maio de 2023**, relativo aos mercados de criptoativos. *Jornal Oficial da União Europeia*, L 150, 9 jun. 2023. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/?uri=CELEX%3A32023R1114. Acesso em: 17 jul. 2026.

UNITED STATES. Supreme Court. **SEC v. W. J. Howey Co.**, 328 U.S. 293 (1946). Disponível em: https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/. Acesso em: 16 jun. 2026.

VALENTE FILHO, João; MORAIS, Marcos Vinicius de. **As aplicações dos criptoativos**: da inovação à arbitragem. São Paulo: Saint Paul Editora, 2023.

Contatos: fabioyukio123456@gmail.com e **christopher.roisin@mackenzie.br**