

# A APLICAÇÃO DO DISGORGEMENT OF PROFITS NO ÂMBITO DA US SECURITY AND EXCHANGES COMMISSION (SEC): BREVE ANÁLISE SOBRE A JURISPRUDÊNCIA DA US SUPREME COURT

## *DISGORGEMENT OF PROFITS USE WITHIN THE US SECURITY AND EXCHANGES COMMISSION (SEC): BRIEF ANALYSIS OF THE US SUPREME COURT JURISPRUDENCE*

Caio César do Nascimento Barbosa<sup>I</sup>  
Glyder Daywerth Pereira Guimarães<sup>II</sup>  
Michael César Silva<sup>III</sup>

<sup>I</sup> Advogado. Graduado em Direito.  
E-mail: michael@adv.oabmg.org.br

<sup>II</sup> Centro Universitário – UniAmérica,  
Foz do Iguaçu, PR, Brasil. Graduado em  
Direito. E-Mail: michael@adv.oabmg.  
org.br

<sup>III</sup> Faculdade Dom Helder, Belo  
Horizonte, MG, Brasil  
Doutor em Direito. E-Mail: michael@  
adv.oabmg.org.br

**Resumo:** O direito civil do século XXI não se satisfaz mais somente com a reparação dos danos, sendo que avanços da matéria possibilitaram a existência de novos institutos com escopo em teorias protetivas e sistemas de *risk management*. O ponto de partida do presente estudo é a análise do *disgorgement of profits*, por meio do exame de recentes decisões envolvendo o referido instituto no âmbito da *Securities and Exchange Commission (SEC)*. A pesquisa abordou duas relevantes decisões conexas da *US Supreme Court*, debatendo suas implicações para este específico setor. O estudo proposto pertence à vertente metodológica jurídico-dogmático. Em relação ao tipo de investigação, foi escolhido, na classificação Witker e Gustin, o tipo jurídico-projetivo. No tocante à técnica de análise do conteúdo, trata-se de pesquisa teórica, a qual se demonstrou possível mediante o estudo da jurisprudência e doutrina. Ao fim, por meio da análise sistemática e aprofundada dos dois julgados, comprovou-se a eficácia do referido instituto, assim como sua constante evolução, de modo que poderá ser aprimorado em futuras decisões pela *US Supreme Court*.

**Palavras-chave:** Disgorgement of profits; Comissão de Valores Mobiliários; Suprema Corte dos Estados Unidos; Responsabilidade Civil.

DOI: <http://dx.doi.org/10.20912/rdc.v16i40.594>

Recebido em: 18/11/2021  
Aceito em: 07/12/2021

**Abstract:** The civil law of the 21st century is no longer satisfied with just repairing damages, and advances in the field have enabled the existence of new institutes with scope for protective theories and risk management systems. The



starting point of this study is the analysis of disgorgement of profits, through the examination of recent decisions involving the aforementioned institute within the scope of the Securities and Exchange Commission (SEC). The research addressed two relevant related decisions of the US Supreme Court, debating their implications for this specific sector. The proposed study belongs to the legal-dogmatic methodological approach. Regarding the type of investigation, the legal-projective type was chosen in the Witker and Gustin classification. Regarding the content analysis technique, it is theoretical research, which proved possible through the study of jurisprudence and doctrine. Finally, through the systematic and in-depth analysis of the two judgments, the effectiveness of the aforementioned institute was proven, as well as its constant evolution, so that it could be enhanced in future decisions by the US Supreme Court.

**Keywords:** Disgorgement of profits; US Securities and Exchange Commission; US Supreme Court; Tort Law.

## 1 Considerações iniciais

O presente estudo busca proceder a uma investigação científica concernente ao instituto jurídico norte-americano do *disgorgement of profits*, que se apresenta como um instrumento restitutivo, cuja finalidade é impedir que o ofensor venha a auferir lucros indevidamente a partir de sua conduta antijurídica.

O referido instituto visa a retirar do ofensor os *ganhos indevidamente obtidos (ill-gotten gains)*, por meio de conduta torpe, auferindo bônus indevido com seu comportamento. Desta forma, a medida surge como forma de restituir o ofendido, bem como desestimular futuras condutas de ofensores.

Contudo, o modelo jurídico é alvo de críticas por sua inconsistência em determinadas temáticas, vez que pode se encontrar presente em diferentes searas do Direito dos Danos. Assim, muitas foram as demandas nos últimos anos que chegaram até a *US Supreme Court* com intuito de clarificar a questão e determinar precedentes.

A pesquisa pretende analisar criticamente a jurisprudência no âmbito da *US Supreme Court*, relativas ao caso *Kokesh v. Securities and Exchange Commission (SEC)* e *Liu v. Securities and Exchange Commission (SEC)*, com a finalidade de se estabelecer os contornos e limites de aplicação do *disgorgement of profits*.

O estudo realizado pertence à vertente metodológica jurídico-dogmático. No tocante ao tipo de investigação, foi escolhido, na classificação Witker<sup>1</sup> e Gustin,<sup>2</sup> o tipo jurídico-projetivo.

1 WITKER, Jorge. *Como elaborar una tesis en derecho: pautas metodológicas y técnicas para el estudiante o investigador del derecho*. Madrid: Civitas, 1985.

2 GUSTIN, Miracy Barbosa de Sousa; DIAS, Maria Tereza Fonseca. *(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática*. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

De acordo com a técnica de análise do conteúdo, afirma-se que se trata de uma pesquisa teórica, o que será possível a partir da análise de conteúdo de jurisprudência e doutrina.

Por fim, o estudo propõe lançar luzes sobre a temática proposta com a finalidade de clarificar as decisões envolvendo o *disgorgement of profits* sob o âmbito da Securities and Exchange Commission e seus reflexos por meio das recentes decisões da *US Supreme Court*, detalhando os motivos e argumentos levados à Corte, bem como as fundamentações pertinentes dos juízes sobre o tema, expondo as consequências jurídicas para o sistema de precedentes e o ordenamento jurídico norte-americano.

## 2 Breves delineamentos sobre o *disgorgement of profits*

Os paradigmas atuais da responsabilidade civil encontram-se em constante transição, visando a se desprender da monofuncionalidade erroneamente atribuída, pautada apenas na função restitutória, mas, em realidade, expandiu-se para muito mais que isto, com a presença das funções pedagógica e precaucional norteando a seara dos danos nos últimos anos.<sup>3</sup>

A experiência da *common law* fora capaz de propiciar institutos com funcionalidade de garantia do equilíbrio jurídico existente, ultrapassando a mera concepção de restituição/compensação outrora dominante. Nelson Rosenvald preleciona que “é notável a capacidade do ordenamento jurídico da *common law* de adaptar mecanismos às necessidades sociais e aos déficits do direito legislado”.<sup>4</sup>

Neste contexto, é fundamental a presença do importante instituto – em especial sob a ótica da jurisprudência norte-americana – do *disgorgement of profits*, o qual guarda intrínseca relação com a máxima do “*tort must not pay*” (“o ilícito não deve ser lucrativo”), sendo este o primário argumento que justificaria o instituto.

Destarte, o *disgorgement* visa a abordar, sumariamente, a questão dos ganhos indevidamente obtidos pelo infrator. Nesse giro, “*to disgorge*”, conforme aponta Caprice L. Roberts é compreendido como “retirar do outro os ganhos obtidos de forma ilícita/desonesto (tradução nossa)”<sup>5</sup>, de forma a se evitar o enriquecimento indevido.

Caprice L. Roberts preleciona, ainda, que se trata de “um remédio ousado e poderoso emergindo como uma nova expansão do direito contratual americano. O remédio não é novo, mas sua aplicação no contexto de violação contratual está florescendo (tradução nossa)”.<sup>6</sup>

Segundo o *Legal Information Institute*, o *disgorgement* é classificado como “um remédio que exige que uma parte que lucra com atos ilegais ou ilícitos ceda qualquer lucro que tenha

3 Nesse sentido ver: ROSENVALD, Nelson. *As funções da Responsabilidade Civil: a reparação e a pena civil*. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

4 ROSENVALD, Nelson. *As funções da Responsabilidade Civil: a reparação e a pena civil*. 3.ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 152.

5 No original: “*to strip another of ill-gotten gains*”. (ROBERTS, Caprice L. Supreme Disgorgement. *Florida Law Review*, v. 68. Gainesville: Fredric G. Levin College of Law, 2016, p. 1416)

6 No original: “*Disgorgement is a bold, powerful remedy emerging as a novel expansion of American contract law. The remedy is not new, but its application in the context of contractual breach is burgeoning*”. (ROBERTS, Caprice L. Supreme Disgorgement. *Florida Law Review*, v. 68. Gainesville: Fredric G. Levin College of Law, 2016, p. 1413-1440, p. 1415)

obtido como resultado de sua conduta ilegal ou ilícita. A finalidade deste remédio é de se evitar o enriquecimento sem causa” (tradução nossa).<sup>7</sup>

Na “Common Law” – com destaque para os EUA, Canadá e Inglaterra –, em várias situações relacionadas à prática de ilícitos extracontratuais, violação de deveres de confiança e sigilo, quebras contratuais e infração de propriedade material, é dada ao demandante a opção de substituir o remédio da compensação de danos pelo exercício de uma pretensão voltada a suprimir os ganhos obtidos pelo réu como decorrência da prática de um comportamento antijurídico.<sup>8</sup>

Neste viés, João Marcelo Torres Chinelato aponta que “é um remédio restitutivo preordenado, não a reparar o dano ou a compensar a vítima, mas a retirar das mãos do ofensor quaisquer frutos colhidos de sua ilicitude”.<sup>9</sup>

Miguel Kfoury Neto e Rafaella Nogaroli explicitam que “a *raison d'être* dos *disgorgement damages* é a retirada de qualquer benefício/lucro obtido pelo ofensor com a sua conduta ilícita, independentemente da existência ou não dessa transferência.”<sup>10</sup>

Em sentido complementar, Nelson Rosendal destaca que “o *disgorgement* não apenas visa a privar o agente dos ganhos realizados, como também pelas despesas economizadas, com a reversão dos valores indevidamente obtidos às expensas das vítimas”.<sup>11</sup>

Destarte, a ideia central do instituto é extraída de um conceito extrínseco de justiça social corretiva, em que inaceitável é a afirmação de que o ofensor obtenha ganhos por sua conduta antijurídica, tampouco, que os mantenha após processo judicial em que reste caracterizada a “mera restituição dos valores obtidos”.

Nessa linha de intelecção, salienta-se a imperiosa relevância da aplicação da terminologia “*disgorgement*” em contraposição à “*restituição*”. Isto porque, o último implica em “*give back*” (restaurar), enquanto o primeiro significa “*give up*” (desistir).

Conforme aponta Jessica Rickett:

É mais apropriado, talvez, descrever este remédio baseado em ganhos como algo diferente de 'restituição', já que a restituição implica 'dar de volta' ou 'restaurar'. O que está em questão aqui, no entanto, é a 'desistência'. O termo 'disgorgement', que significa obrigar a parte em violação desistir do que foi obtido erroneamente, reflete com mais precisão o objeto deste remédio baseado em ganho ilícito [...] (tradução nossa).<sup>12</sup>

7 No original: “A remedy requiring a party who profits from illegal or wrongful acts to give up any profits he or she made as a result of his or her illegal or wrongful conduct. The purpose of this remedy is to prevent unjust enrichment.” (LEGAL INFORMATION INSTITUTE. *Disgorgement*. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/wex/disgorgement>. Acesso em: 14 set. 2020)

8 ROSENVALD, Nelson. *O direito civil em movimento: desafios contemporâneos*. 2. ed. Salvador: JusPODIVM, 2018, p. 199.

9 CHINELATO, João Marcelo Torres. Do dever de restituir o lucro decorrente da lesão a direitos coletivos. *Publicações da escola da AGU*. v. 10, n. 3, p. 118, Brasília: AGU, 2018.

10 KFOURI NETO, Miguel; NOGAROLI, Rafaella. A Aplicação do Lucro da Intervenção (Disgorgement of Profits) no Direito Civil Brasileiro: Um Novo Dano no Campo da Responsabilidade Civil ou Uma Categoria de Enriquecimento Sem Causa? In: TEPEDINO, Gustavo; MENEZES, Joyceane Bezerra de (Orgs.). *Autonomia Privada, Liberdade Existencial e Direitos Fundamentais*. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 563.

11 ROSENVALD, Nelson. *A responsabilidade civil pelo ilícito lucrativo*. Salvador: Editora JusPodivm, 2019, p.270.

12 No original: “It is more appropriate, perhaps, to describe this gain-based remedy as something other than ‘restitution’, as restitution implies ‘giving back’ or ‘restoration’. What is at issue here, however, is the ‘giving up’ of a gain. The term ‘disgorgement’, meaning to compel the party in breach to give up what has been wrongfully obtained, more accurately

Nessa mesma linha de intelecção, Nelson Rosenvald e Bernard Korman Kuperman explicam que o referido remédio aponta para uma situação de desistência (*give up*), com o agente abdicando dos ganhos indevidamente obtidos, ainda que não diretamente do patrimônio da vítima.<sup>13</sup>

José Luiz de Moura Faleiros Júnior e Nelson Rosenvald destacam em seu escólio que “o objetivo é redistribuir lucros indevidos, viabilizando a cessação/desistência do *wrongdoing* gerador desses dividendos, o que realça a conclusão de que o melhor *locus* para seu enquadramento realmente está na responsabilidade civil e não no enriquecimento sem causa”.<sup>14</sup>

Logo, o “*disgorgement*” “se aplica a um espectro de contextos - desde violação de marcas até deveres fiduciários, do direito consuetudinário aos estatutos, do direito público ao privado.”<sup>15</sup> (tradução nossa).

Em similar sentido, aponta Nelson Rosenvald que seria possível, nesta sistemática, “aplicar a remoção ou a devolução de ganhos indevidos no campo da violação a direitos de propriedade (tangível e intangível), contratos, relações de confiança, direito de concorrência, mercado de capitais e direitos da personalidade”.<sup>16</sup>

Destarte, o *disgorgement of profits* possui escopo de inserção em diversos ramos envolvendo o direito dos danos e nas decorrências cíveis de relações privadas, em que a via legal é acionada para que o referido remédio seja aplicado e o ofensor repulse os lucros indevidamente obtidos.

Assim, o referido remédio não apenas concentra sua aplicação na função restitutória, mas, sua aplicação transcende as funções da responsabilidade civil contemporânea, abarcando, também, a função pedagógica e precaucional, com especial conexão ao desestímulo.<sup>17</sup>

O caráter restitutivo ainda se caracteriza como função primordial deste remédio, vez que é objetivada a devolução dos ganhos indevidos ao ofendido. Todavia, ostenta caráter pedagógico-preventivo ao buscar o desestímulo de outros potenciais ofensores em reiterarem condutas muitas vezes baseadas em cálculos de “custo-benefício”, onde o ilícito compensaria eventuais restituições, uma vez que a restituição, em tese, poderia vir a ser menor que o ganho indevido, não sendo raras estas hipóteses.

---

*reflects the object of this gain-based remedy [...]*” (RICKETT, Jessica. Disgorgement for Breach of Contract: My Loss, Your Gain. *Auckland University Law Review*. 2001, p. 376. Disponível em: <http://www.nzlii.org/nz/journals/AukULRev/2001/4.html>. Acesso em: 13 set. 2020)

13 ROSENVALD, Nelson; KUPERMAN, Bernard Korman. Restituição de ganhos ilícitos: há espaço no Brasil para o disgorgement? *Revista Fórum de Direito Civil*, Belo Horizonte, a. 6, n. 14, p. 11-31, jan./abr. 2017.

14 ROSENVALD, Nelson; FALEIROS JÚNIOR, José Luiz de Moura. “Disgorgement Algorítmico”: Técnicas de Processamento de Dados e a Gestão Automatizada dos Ilícitos Lucrativos na Internet. In: SARLET, Gabrielle Bezerra Sales; TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth; MELGARÉ, Plínio. *Proteção de Dados: temas controvertidos*. Indaiatuba: Editora Foco, 2021. [E-book]

15 No original: “*It applies across a spectrum of contexts—from trademark infringement to fiduciary duties, from common law to statutes, from public to private law*”. (ROBERTS, Caprice L. Supreme Disgorgement. *Florida Law Review*, v. 68. Gainesville: Fredric G. Levin College of Law, 2016, p. 1413-1440, p. 1413)

16 ROSENVALD, Nelson. As fronteiras entre a restituição do lucro ilícito e o enriquecimento por intromissão. In: BARBOSA, Mafalda Miranda. MUNIZ, Francisco. ROSENVALD, Nelson (Coords.). *Desafios da nova Responsabilidade Civil*. São Paulo: Editora JusPodivm, 2019, p. 313-314.

17 BARBOSA, Caio César do Nascimento; GUIMARÃES, Glayder Daywerth Pereira; SILVA, Michael César. Contenção de ilícitos lucrativos no Brasil: o disgorgement of profits enquanto via restitutória. *Revista de Direito da Responsabilidade*, Coimbra, a. 2, 2020, p. 534.

Cumpra observar que ao optar pela prática do ilícito, o *homo economicus* realiza uma análise de custo-benefício, na qual o risco de ser privado de seus ganhos representa um custo. Todavia, se o ilícito compensa ou não, tudo dependerá de um sistema jurídico apto a manejar instrumentos extrapenais hábeis a desestimular ofensas a bens jurídicos relevantes.<sup>18</sup>

Nesse mesmo giro, Caio César do Nascimento Barbosa, Glayder Daywerth Pereira Guimarães e Michael César Silva prelecionam que:

[...] determinados sujeitos realizam atos ilícitos com base em funções matemáticas, nas quais contabilizam o valor das sanções e dos riscos e em um critério de custo-benefício decidem pela prática ou não de determinados ilícitos. Nesse cenário, o *disgorgement of profits* apresenta-se, contemporaneamente, como relevante instrumento que busca desestimular a prática dos ganhos indevidamente obtidos (*ill-gotten gains*).<sup>19</sup>

Contudo, insta salientar que o *disgorgement of profits* não representa um sistema perfeito e livre de arestas. Ainda objeto de debates doutrinários e jurisprudenciais, o referido remédio ostenta zonas cinzas e turbulentas pelas quais não existem respostas juridicamente adequadas<sup>20</sup>.

Desse modo, percebe-se que o remédio ainda se encontra sob lacunas que não lhe promovem respostas satisfatórias por completo, ainda que seja considerável o esforço doutrinário e jurisprudencial para que se lapidem tais arestas.

Tanto é assim que nos últimos anos, a *US Supreme Court* passou a decidir relevantes questões envolvendo a temática, com enfoque na aplicação do remédio no âmbito da agência federal *Securities and Exchange Commission (SEC)*.

### 3 A recente experiência norte-americana sob a ótica da *us supreme court*

A *US Supreme Court*, em sua função hierárquica de mais alto órgão jurisdicional norte-americano, deparou-se nos recentes anos com casos paradigmáticos envolvendo o instituto do *disgorgement of profits*, em distintos campos de atuação (como violação de *trademarks*), sendo relevante para a presente discussão destacar a decisão do caso *Kokesh v. Securities and Exchange Commission (SEC)* julgado em 2017 e a decisão do caso *Liu v. Securities and Exchange Commission (SEC)*, julgado em junho de 2020.

Segundo a Constituição Americana, a Suprema Corte dos Estados Unidos possui competência originária (quando é a primeira e única jurisdição em determinada matéria) e, também, jurisdição revisional (*appellate jurisdiction*). Assim, por meio das petições “*a certiorari*”

18 ROSENVALD, Nelson. *As funções da Responsabilidade Civil: a reparação e a pena civil*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017, p. 174.

19 BARBOSA, Caio César do Nascimento; GUIMARÃES, Glayder Daywerth Pereira; SILVA, Michael César. A eficácia do *disgorgement of profits* na contenção de ilícitos. In: BRAGA NETTO, Felipe Peixoto; SILVA, Michael César (Orgs.). *Direito privado e contemporaneidade: desafios e perspectivas do direito privado no século XXI*: volume três. Indaiatuba: Editora Foco, 2020, p. 142.

20 Como, por exemplo, a hipótese de a vítima do evento antijurídico ser “supercompensada”, isto é, ser restituída a mais do teoricamente deveria. Neste sentido, Nelson Rosenthal, em análise à Andrew Burrows, explica que “ao aceitar que a restituição é por vezes justificável, reconhecemos que não existem mecanismos no direito privado pelo qual os ganhos devem ser direcionados ao Estado ao invés do demandante, e que uma ‘supercompensação’ a ele é algo menos ruim do que deixar o réu permanecer com os ganhos injustamente obtidos” (ROSENVALD, Nelson. *A responsabilidade civil pelo ilícito lucrativo*. Salvador: Editora JusPodivm, 2019, p. 277)

(termo que se relaciona à garantia de revisão de decisão) a Corte examina as denominadas *compelling reasons* (razões relevantes) para averiguar se o caso levado a esta instância ostenta condições de ser julgado com repercussão geral para todo o Poder Judiciário Estadunidense<sup>21</sup>.

Ressalta-se que a Corte “não toma para si a função de corrigir erros cometidos pelo judiciário estadunidense, mas a de julgar ações que tenham relevância e repercussão nacional bem como aquelas que gerem efeitos em todo o país – e não apenas em relação ao caso individual”<sup>22</sup>.

Destarte, entre as ações pelas quais a Corte julgou o mérito da temática nos últimos anos, é merecida análise sobre cada uma das referidas decisões judiciais neste âmbito, vez que a ampla repercussão do caso afeta toda a coletividade e traça parâmetros e precedentes para aplicação do instituto do *disgorgement of profits*.

### 3.1 Us Security and Exchange Commission (SEC)

A *Securities and Exchange Commission (SEC)* é uma agência federal norte-americana responsável pelo mercado de capitais, possuindo responsabilidade em leis de títulos federais bem como poder de regulamentação do setor de valores mobiliários, regulando as ações e o câmbio dos Estados Unidos, bem como, protegendo investidores de práticas consideradas como fraudulentas no do mercado de capitais.

A Securities and Exchange Commission (“SEC”) é responsável pela administração das leis de valores mobiliários federais, que obrigam o conteúdo e momento da informação disseminada aos acionistas de empresas públicas. Os regulamentos da SEC são geralmente considerados isentos da proteção da Primeira Emenda porque regulam apenas o discurso “comercial”. (tradução nossa)<sup>23</sup>

Denota-se que a referida agência, comumente, pleiteia em suas ações ajuizadas nas Cortes Distritais, a aplicação do *disgorgement*, como no notório caso envolvendo o bilionário Elon Musk<sup>24</sup>, em que a SEC solicitou à Corte Distrital Federal do estado de Nova York a aplicação do *disgorgement* em relação a milhões de dólares a investidores lesados por um *tweet* de Musk que os levou a acreditar que retiraria a empresa Tesla do mercado de ações, consequentemente, aumentando o valor das ações, conduta considerada como fraudulenta pelas leis federais<sup>25</sup>.

21 US COURTS. *Supreme Court Procedures*. Disponível em: <https://www.uscourts.gov/about-federal-courts/educational-resources/about-educational-outreach/activity-resources/supreme-1>. Acesso em: 10 set. 2020.

22 FONSECA, Luciana Carvalho. A Competência Discricionária da Suprema Corte dos Estados Unidos e o Writ of certiorari. *Portal Migalhas*. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalaw-english/71914/a-competencia-discricionaria-da-suprema-corte-dos-estados-unidos-e-o-writ-of-certiorari>. Acesso em: 17 set. 2020.

23 No original: *The Securities and Exchange Commission (“SEC”) is responsible for the administration of the federal securities laws, which mandate the content and timing of information disseminated to shareholders of public companies. SEC regulations are generally held to be exempt from First Amendment protection because they regulate only “commercial” speech.* (MARKHAM, Jerry W. Securities & Exchange Commission vs. Elon Musk & the First Amendment. *Case Western Reserve Law Review*. Vol. 70, ed. 2, 2019. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4852&context=caselrev>. Acesso em: 14 set. 2020)

24 O pedido de *disgorgement* – dentre outras penalidades pecuniárias civis – fora aberto na Corte Distrital Federal do estado de Nova York, em que a SEC alegou que o bilionário haveria violado normas federais de segurança antifraude.

25 Para maiores informações, remete-se à leitura de: MARKHAM, Jerry W. Securities & Exchange Commission vs. Elon Musk & the First Amendment. *Case Western Reserve Law Review*. Vol. 70, ed. 2, 2019. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4852&context=caselrev>. Acesso em: 14 set. 2020

Insta salientar que, ainda, que a agência tenha autoridade, por meio de estatuto, para obter penalidades pecuniárias civis, liminares e remédios equitativos em questões de execução, *não existe nenhuma previsão estatutária*, que conceda, de forma expressa, o poder de buscar a restituição por via do *disgorgement*, ainda, que a agência sempre, por meio das Cortes Distritais, busque a garantia de aplicação deste remédio.

Em 2019, por intermédio do mencionado remédio, a SEC obteve US\$ 3,248 bilhões de dólares, enquanto, em comparativo, obteve “apenas” US\$ 1,1 bilhão por meio das demais penalidades civis previstas em estatuto<sup>26</sup>.

Destarte, ante ao uso recorrente do instituto pela referida agência federal, questões judiciais foram suscitadas à *US Supreme Court* com intuito de parametrizar a aplicação envolvendo o *disgorgement* e a sua utilização pela SEC, haja vista a ampla repercussão da temática, no âmbito de aplicação dos institutos cíveis de reparação norte-americanos, bem como, pelos impactos econômicos causados no mercado de investidores em geral, que se encontrava sobre a égide da insegurança jurídica.

#### 4 “Kokesh v. Securities and Exchange Commission (SEC)”

Em 2017, a *US Supreme Court* decidiu acerca do caráter de “penalidade” do remédio de *disgorgement* da Comissão de Valores Mobiliários (em inglês, *Securities and Exchange Commission*) dos Estados Unidos, ao qual se encontraria sujeita ao estatuto de limitações de 5 (cinco) anos previsto na *Section 28, § 2462 do US Code*.<sup>27</sup>

No caso *Kokesh v. SEC*, a alegação da agência em desfavor de Charles Kokesh fora de que o réu violara lei federal desviando fundos de empresas de desenvolvimento em negócios, sendo que a Corte Distrital condenou Kokesh ao pagamento de US\$ 34,9 milhões por “ganhos ilícitos relacionados causalmente” às suas violações. Assim, em sede de apelação, a defesa de Kokesh argumentou que a aplicação do *disgorgement*, em tais circunstâncias, seria impedida pelo *United States Code*, Seção 28, § 2462<sup>28</sup>, o qual prevê lapso temporal de cinco anos para o ajuizamento de ação com esse objetivo.

Assim, a *U.S. Court of Appeals* do Décimo Circuito confirmou a decisão anterior, considerando que o prazo prescricional de cinco anos não se aplica ao referido caso porque o pagamento ordenado possuía viés corretivo, e não punitivo, sustentando ainda que a restituição era apenas uma medida de correção e não uma penalidade ou um confisco.

Segundo a Corte de Apelações, o objetivo da devolução não é punir o transgressor por atividades ilegais, mas sim devolver ao legítimo proprietário todos os lucros que o transgressor

26 US SECURITY AND EXCHANGE COMMISSION. *Division of Enforcement: 2019 annual report*. 2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2019.pdf>. Acesso em: 12 set. 2020.

27 US CODE, Section 28, § 2462. *UNITED STATES OF AMERICA*. Disponível em: <https://uscode.house.gov/browse/prelim@title28/part6/chapter163&edition=prelim>. Acesso em 13 set. 2020.

28 *Except as otherwise provided by Act of Congress, an action, suit or proceeding for the enforcement of any civil fine, penalty, or forfeiture, pecuniary or otherwise, shall not be entertained unless commenced within five years from the date when the claim first accrued if, within the same period, the offender or the property is found within the United States in order that proper service may be made thereon.* (US CODE, Section 28, §2462. *UNITED STATES OF AMERICA*. Disponível em: <https://uscode.house.gov/browse/prelim@title28/part6/chapter163&edition=prelim>. Acesso em: 13 set. 2020)

obteve no curso da atividade ilegal. Portanto, um pagamento de restituição pode ser ordenado, desde que o valor “se aproxime razoavelmente dos ganhos ilícitos relacionados causalmente às violações do réu”.<sup>29</sup>

Ante a tal decisão, o caso fora levado à instância máxima para julgamento, entendendo a Suprema Corte Americana, seguida por decisão unânime da Juíza Sonia Sotomayor, que a restituição da *Securities and Exchange Commission (SEC)* funciona como uma penalidade e, portanto, sujeita-se ao estatuto de limitações de cinco anos, revertendo a decisão da corte de apelações.

Ainda, segundo a decisão, a SEC “usava do disgorgement para reparar erros públicos e como dissuasão geral, o Tribunal considerou que a devolução era uma ‘penalidade’ (tradução nossa)”<sup>30</sup>, de modo a se desvirtuar, em determinadas ocasiões, de sua função precípua.

A restituição da SEC, portanto, carrega todas as características de uma penalidade: é imposta como consequência da violação de uma lei pública e tem como objetivo dissuadir, não compensar. O estatuto de limitações de 5 anos em §2462, portanto, se aplica quando a SEC busca o disgorgement. (tradução nossa)<sup>31</sup>

O fundamento principal baseou-se no fato de que o *disgorgement* em âmbito do SEC ostenta todas as marcas de uma penalidade, possuindo um maior objetivo dissuasório do que compensatório e, deste modo, funcionaria como uma penalidade à qual o prazo de prescrição de cinco anos deve ser aplicado<sup>32</sup>.

Assim, referente ao caso em comento, pode se extrair que, sob a égide da devolução de lucros ilícitos no escopo da Comissão de Valores Mobiliários, o retromencionado remédio funcionaria como *penalidade*, com este fator dissuasório/punitivo possuindo maior relevo que a função compensatória, motivo este pelo qual o prazo legal prescricional de cinco anos deveria ser aplicado no âmbito do SEC.

Ainda que o remédio não possua a mesma finalidade extrínseca em todas áreas, a consideração pela *US Supreme Court* do fator de penalidade sob âmbito da SEC demonstra a tentativa do Poder Judiciário de garantir a ordem jurídica por meio da lei federal, em específica seção que garante o prazo prescricional de cinco anos, ainda que, nestes casos, o ofensor tenha obtido o lucro.

Destarte, a decisão não apenas restringiu a capacidade da agência federal em buscar pagamentos por ações ilícitas neste mercado específico, como acaba colocando o remédio como penalidade, desvirtuando de sua precípua função restitutória.

29 US SUPREME COURT. *KOKESH v. Securities And Exchange Commission*. 2017. Disponível em: [https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529\\_i426.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529_i426.pdf). Acesso em: 13 set. 2020.

30 DEYOUNG, Kyle *et al.* An Analysis of the Supreme Court’s Decision in Liu v. SEC. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu>. Acesso em: 09 set. 2020.

31 No original: *SEC disgorgement thus bears all the hallmarks of a penalty: It is imposed as a consequence of violating a public law and it is intended to deter, not to compensate. The 5-year statute of limitations in §2462 therefore applies when the SEC seeks disgorgement.* (US SUPREME COURT. *KOKESH v. Securities And Exchange Commission*. 2017. Disponível em: [https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529\\_i426.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529_i426.pdf). Acesso em: 13 set. 2020)

32 US SUPREME COURT. *KOKESH v. Securities And Exchange Commission*. 2017. Disponível em: [https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529\\_i426.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529_i426.pdf). Acesso em: 13 set. 2020

Nota-se que, antes da decisão, o “SEC foi capaz de buscar o *disgorgement* como um remédio justo com resultados bem-sucedidos (tradução nossa)”.<sup>33</sup>

Embora não esteja claro se isso resultará na remoção do *disgorgement* do leque de aplicações da agência, muitos acreditam que há um forte argumento para isso. A fim de contornar quaisquer problemas relativos à falta de autoridade explícita para buscar a restituição, a SEC pode buscar um “reparo legislativo”, pedindo ao Congresso que reescreva a lei de valores mobiliários para nomear explicitamente o *disgorgement* como uma solução que a SEC tenha o poder de buscar em tribunais (tradução nossa).<sup>34</sup>

Percebe-se, de tal modo, que a decisão da Corte, mesmo que em consonância com a garantia jurídica de obedecer ao prazo prescricional legal, acabou por gerar precedentes para que ofensores continuem a lucrar com práticas ilícitas no âmbito do mercado de valores mobiliários norte-americano<sup>35</sup>.

#### 4.1 *Liu V. Securities and Exchange Commission (SEC)*

Em junho de 2020, novel decisão da *US Supreme Court* mudou, novamente, os rumos do instituto do *disgorgement of profits*, propiciando, desta forma, um “respiro” para que o remédio continue a vigorar no âmbito da Comissão de Valores Mobiliários.

O caso tem início em uma ação de execução da SEC, em que esta alegava que Charles Liu e Xin Wang fraudaram investidores estrangeiros por meio do Programa de Investidores Imigrantes EB-5. A SEC, em alegação, afirmou que os réus desviaram US\$ 26,7 milhões em fundos de investidores destinados ao desenvolvimento de um centro de tratamento de câncer.

A Corte Distrital considerou que Charles Liu e Xin Wang violaram o *Securities Act* de 1933<sup>36</sup> por meio de declarações falsas, determinando: a) uma multa monetária civil de US\$ 8,6 milhões, b) uma restituição de US\$ 26,7 milhões, a quantidade de fundos levantados de investidores, e c) uma liminar de solicitar fundos EB-5 futuros.

Em sede de apelação, destacaram os apelantes que o *disgorgement* possuía caráter punitivo e que isso colidiria com a posição firmada em *Kokesh v. SEC* de 2017, pois a SEC não teria autoridade para pleitear o referido remédio, questionando assim se o instituto seria permissivo, e que o Congresso apenas autorizou a SEC a buscar liminares, penalidades pecuniárias civis e remédios equitativos de acordo com a Section 78u (d) (5), Title 15 do US Code<sup>37</sup>, excluindo-se,

33 No original: “SEC was able to pursue disgorgement as an equitable remedy with successful results”. (CHANG, Jackeline K. *Kokesh v. SEC: The Demise of Disgorgement*. *North Carolina Banking Institute*, v. 22, 2018, p. 312)

34 No original: “While it remains unclear whether this will result in a removal of disgorgement from the agency’s enforcement toolbox, many believe that there is a strong argument for doing so. In order to circumvent any issues regarding the lack of explicit authority to seek disgorgement, the SEC may seek a “legislative fix,” calling for Congress to rewrite securities law to explicitly name disgorgement as a remedy the SEC has the power to pursue in federal court. (CHANG, Jackeline K. *Kokesh v. SEC: The Demise of Disgorgement*. *North Carolina Banking Institute*, v. 22, 2018, p.331)

35 US SUPREME COURT. *KOKESH v. Securities And Exchange Commission*. 2017. Disponível em: [https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529\\_i426.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529_i426.pdf). Acesso em: 13 set. 2020

36 SECURITIES ACT OF 1933. *U.S. GOVERNMENT*. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em: 12 maio 2021.

37 15 U. S. C. §78u (d) (5) Equitable Relief.—In any action or proceeding brought or instituted by the Commission under any provision of the securities laws, the Commission may seek, and any Federal court may grant, any equitable relief that may be appropriate or necessary for the benefit of investors (US CODE. *UNITED STATES*

portanto, o *disgorgement*. Logo, se alegou que as Cortes Distritais careciam de autoridade para concessão do instituto em comento.

O Congresso concedeu à SEC esta autoridade na Remedies Act de 1990, que expandiu os poderes de aplicação administrativa da SEC para incluir “uma ordem exigindo contabilidade e disgorgement, incluindo juros razoáveis.” Em contraste, as leis de valores mobiliários federais não concedem explicitamente à SEC autoridade para buscar disgorgement em tribunal federal.<sup>38</sup> (tradução nossa)

Após negativa da Corte de Apelações do Nono Circuito, recorreram à *US Supreme Court* julgasse o mérito da controvérsia, sendo que se aceitou o recurso *a certiorari*, declarando a repercussão geral da temática. Desta forma, iniciava-se procedimento judicial capaz de, novamente, mudar os parâmetros de aplicação do *disgorgement*.

A questão central deste caso baseou-se na seguinte problemática: a *Securities and Exchange Commission* poderia buscar e obter a “reparação equitativa” por uma violação da lei de valores mobiliários, embora a Corte tenha determinado que tal devolução (*give-back*) é considerada uma penalidade? (tradução nossa)<sup>39</sup>

Já em sede de alegações orais, a Corte parecia entender que o *disgorgement* era, de fato, remédio possível de ser concedido pelas Cortes Distritais no âmbito da SEC. O argumento fora confirmado em junho de 2020, quando a *US Supreme Court* se reuniu para decidir a matéria.

A Corte decidiu que o *disgorgement* não seria uma penalidade para os fins *da Section 78u (d) (5), Title 15 do US Code*, desde que os ganhos fossem restritos aos lucros líquidos de um ofensor (individual) e concedidos aos ofendidos, fundamentando a sentença no *princípio da equidade*<sup>40</sup>.

Destarte, decidiu-se que o *disgorgement* pode ser encarado como um remédio equitativo sob a análise legal tradicional e não precisaria ser analisado como uma penalidade, desde que a restituição satisfaça a reparação equitativa.

Nesse giro, decidiu-se que a referida compensação seria permitida de acordo com o estatuto de autorização relevante dentro dos padrões tradicionais de equidade se certos limites fossem observados. Mais significativamente, o “prêmio” deve ser restrito aos lucros líquidos de um indivíduo e os valores recuperados deveriam ser usados para restituir as vítimas em sua coletividade.

---

OF AMERICA. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78u>. Acesso em: 13 set. 2020)

38 No original: *Congress granted the SEC this authority in the Remedies Act of 1990, which expanded the SEC’s administrative enforcement powers to include “an order requiring accounting and disgorgement, including reasonable interest.” In contrast, the federal securities laws do not explicitly grant the SEC authority to seek disgorgement in federal court.* (DEYOUNG, Kyle *et al.* An Analysis of the Supreme Court’s Decision in Liu v. SEC. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu>. Acesso em: 09 set. 2020)

39 No original: *“May the Securities and Exchange Commission seek and obtain disgorgement from a court as “equitable relief” for a securities law violation, even though the Court has determined that such disgorgement is a penalty?”* (US SUPREME COURT. *Liu v. Securities and Exchange Commission*. Arg. 3 mar. 2020. Julg. 22 jun. 2020. Disponível em: <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/liu-v-securities-and-exchange-commission/>. Acesso em: 17 set. 2020)

40 US SUPREME COURT. *Liu v. Securities and Exchange Commission*. Arg. 03 mar. 2020. Julg. 22 jun. 2020. Disponível em: <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/liu-v-securities-and-exchange-commission/>. Acesso em: 17 set. 2020.

[...] a Corte reconheceu o princípio geral de “responsabilidade individual por lucros ilícitos”, mas observou que a lei comum permitia a responsabilidade solidária para parceiros em “ações ilícitas”. A Corte observou que o caso Liu envolvia um casal que dirigia entidades comerciais envolvidas no alegado esquema. A Corte deixou aos tribunais inferiores decidir se o casal deveria ser considerado responsável pelos lucros como “parceiros em transgressões” ou como indivíduos. (tradução nossa)<sup>41</sup>

Nota-se que o escopo argumentativo remonta ao fato de que, por muitas vezes, a SEC deixou de devolver para os ofendidos este “prêmio” obtido, repassando, no lugar, para o Tesouro norte-americano. Neste sentido, as vítimas do evento danoso não recebiam a referida compensação, mas sim o Estado.

Em primeiro lugar, com relação ao destino final dos fundos de disgorgement, a Corte se concentrou na diretriz estatutária de que a SEC pode buscar reparação equitativa que “pode ser apropriada ou necessária para o benefício dos investidores”. Na verdade, a Corte considerou que se tratava de um “requisito” que restringe as medidas equitativas que podem ser concedidas. A Corte reconheceu o argumento da SEC de que pode ser inviável devolver os fundos coletados aos investidores em muitos casos. No entanto, era uma “questão em aberto” se devolver fundos ao Tesouro “seria de fato para o benefício dos investidores.” (tradução nossa)<sup>42</sup>

Conforme consta na decisão da *US Supreme Court*, “o remédio equitativo é baseado em lucros da SEC deve servir mais do que simplesmente beneficiar o público em geral em virtude de privar um transgressor de ganhos ilícitos.” (tradução nossa).<sup>43</sup>

Agora, porém, a Corte foi clara que os fundos do remédio, sempre que possível, devem ser devolvidos às vítimas. Os réus agora têm uma chance melhor de debater reclamações apresentadas pelas vítimas em processos paralelos, uma vez que a SEC deveria devolver todos os fundos o disgorgement e qualquer sentença civil adicional cobrada contra um réu em favor da vítima seria duplicada. Liu, portanto, pode ter o impacto prático de dissuadir processos judiciais de investidores por violações das leis de valores mobiliários (tradução nossa)<sup>44</sup>.

41 No original: “the Court recognized the general principle of “individual liability for wrongful profits,” but it noted that the common law permitted joint liability for partners in “concerted wrongdoing.” The Court noted that the Liu case involved a married couple who each operated business entities involved in the purported scheme. The Court left it to the lower courts to decide whether the couple should be found liable for profits as “partners in wrongdoing” or as individuals”. (DEYOUNG, Kyle et al. An Analysis of the Supreme Court’s Decision in Liu v. SEC. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu>. Acesso em: 09 set. 2020)

42 No original: “First, regarding the ultimate destination for disgorged funds, the Court focused on the statutory directive that the SEC may seek equitable relief that “may be appropriate or necessary for the benefit of investors.” Indeed, the Court considered this to be a “requirement” that restricts what equitable relief may be granted. The Court recognized the SEC’s argument that it may be infeasible to return collected funds to investors in many cases. However, it was an “open question” whether returning funds to the Treasury “would indeed be for the benefit of investors.” (DEYOUNG, Kyle et al. An Analysis of the Supreme Court’s Decision in Liu v. SEC. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu>. Acesso em: 09 set. 2020)

43 No original: *But the SEC’s equitable, profits-based remedy must do more than simply benefit the public at large by virtue of depriving a wrongdoer of ill-gotten gains.* (US SUPREME COURT. *Liu v. Securities and Exchange Commission*. Arg. 3 mar. 2020. Julg. 22 jun. 2020. Disponível em: <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/liu-v-securities-and-exchange-commission/>. Acesso em: 17 set. 2020.).

44 No original: “Now, however, the court was clear that disgorged funds, wherever possible, must be returned to victims. Defendants now have a better chance of mootng claims brought by victims in parallel proceedings since the SEC should be returning all disgorged funds and any additional civil award levied against a defendant in favor of the victim would be double-dipping. Liu thus may have the practical impact of deterring piggy-back investor lawsuits for violations of the securities laws.” (GALLAGHER, Joseph. In ‘Liu v. SEC,’ Disgorgement Survives, But With Conditions.

Destarte, o *disgorgement* assume *status* de *remédio*, desde que seja aplicado como tal, não caracterizando a penalidade como outrora era classificada.

Em outras palavras, o *disgorgement* é justo, desde que feito da maneira certa. Caso contrário, isso constituiria uma penalidade e estaria fora do escopo dos recursos que o Congresso autorizou a SEC a buscar. Isso tem repercussões significativas para os réus de títulos que enfrentam a perspectiva de ordens de *disgorgement* de milhões de dólares (tradução nossa).<sup>45</sup>

Nesta linha de intelecção, o instituto não mais se classificaria como “penalidade”, conforme estabelecido na decisão do caso *Kokesh v. SEC*, sendo, desta forma, tênue a linha de aplicação para instituição do caráter dissuasório e restitutório.

Convém explicitar que, com o atual entendimento da Corte de que não poderia o *disgorgement* ser classificado como uma “punição” ou “sanção”, o mesmo ainda possui em seu escopo o caráter pedagógico, qual seja, de desestimular condutas futuras no mesmo sentido.

Ainda que o instituto do *disgorgement of profits* não se confunda com os *punitive damages* – que se apartam na relação do primeiro buscar a repressão dos lucros ilícitos e o segundo, ao seu turno, coibir comportamentos antijurídicos –, ambos possuem relação ao tentar desestimular o ofensor de reiterar o comportamento resultante nos ilícitos lucrativos.<sup>46</sup>

Contudo, *Liu v. Securities and Exchange Commission (SEC)* parece se guiar, em novel sistema de precedentes, de que os ofensores possam arguir o caráter punitivo de penalidade do *remédio*, entendimento que a Corte parece atualmente repudiar.

Sustentam Jay A. Dubow, Ghillaine A. Reid, Kaitlin L. O’Donnell que:

De forma mais ampla, depois de *Liu*, os réus podem ser capazes de argumentar que o *disgorgement* de terceiros é punitiva e, portanto, imprópria em qualquer caso em que o réu de compensação não possa ser claramente caracterizado como um fiduciário, agente ou depositário dos ganhos ilícitos do infrator- independentemente de o réu do alívio ter pago consideração adequada pela propriedade disputada (tradução nossa).<sup>47</sup>

Nessa linha de raciocínio, questiona-se o que remanesce da decisão de *Kokesh vs SEC* após a decisão de *Liu vs SEC*, e quais serão os novos rumos que este complexo instituto poderá seguir. De certo modo, a recente decisão parece ter nulificado os efeitos de *Kokesh*, vez que passa

---

*New York Law Journal*. 2020. Disponível em: <https://www.law.com/newyorklawjournal/2020/07/28/in-liu-v-sec-disgorgement-survives-but-with-conditions/?slreturn=20200816201713>. Acesso em: 16 set. 2020)

45 No original: “*In other words, disgorgement is equitable, so long as it is done the right way. Otherwise, it would constitute a penalty, and fall outside the scope of remedies Congress authorized the SEC to seek. This has meaningful repercussions for securities defendants facing the prospect of multi-million-dollar disgorgement orders.*” (GALLAGHER, Joseph. In: ‘*Liu v. SEC, Disgorgement Survives, But With Conditions.*’ *New York Law Journal*. 2020. Disponível em: <https://www.law.com/newyorklawjournal/2020/07/28/in-liu-v-sec-disgorgement-survives-but-with-conditions/?slreturn=20200816201713>. Acesso em: 16 set. 2020)

46 BARBOSA, Caio César do Nascimento; GUIMARÃES, Glayder Daywerth Pereira; SILVA, Michael César. Contenção de ilícitos lucrativos no Brasil: o *disgorgement of profits* enquanto via restitutória. *Revista de Direito da Responsabilidade*, Coimbra, a. 2, 2020, p. 534.

47 No original: “*More broadly, after Liu, relief defendants may be able to argue that third-party disgorgement is punitive and therefore improper in any case where the relief defendant cannot clearly be characterized as a trustee, agent, or depository for the wrongdoer’s ill-gotten gains—regardless of whether the relief defendant paid adequate consideration for the disputed property.*” (DUBOW, Jay A. REID, Ghillaine A. O’DONNELL. Kaitlin L. Oh, What a Relief *Liu* In: *Liu v. SEC and Relief Defendant Disgorgement.* *American Bar Association*. 2020. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2020/08/liu-v-sec/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2020/08/liu-v-sec/). Acesso em: 16 set. 2020)

a permitir que a SEC busque a aplicação do *disgorgement* nas Cortes Distritais, desconsiderando-se o prazo prescricional de 5 anos previsto na *Section 28, § 2462 do US Code*, desde que, seja restrito à reparação, e não ostente o caráter de penalidade.

Assim, clarifica-se a questão – com resultado favorável a agência – da possibilidade de buscar a aplicação deste remédio restitutivo, ainda que as circunstâncias que justifiquem tal ação ainda não estejam maduras para encorajar a SEC a intentar o *disgorgement* como uma primeira via, mesmo que norteadas pelos parâmetros propostos pela Corte.

Ao que os caminhos atuais parecem indicar, a restituição de lucros indevidos por meio do *disgorgement* diminuirá, sendo que a agência norte-americana precisará justificar seus limites e seus atos quando em uso do referido remédio, o que significará na adoção de outras penalidades civis pela SEC.

Finalmente, as penalidades civis podem se tornar muito mais importantes para a SEC. Estes são limitados pelo estatuto a \$ 100.000 por violação para uma pessoa física, \$ 500.000 por violação para entidades ou o “montante bruto do ganho pecuniário para [um] réu”. 15 U.S.C. §78u (d) (3) (B). Uma vez que Liu limita a capacidade da SEC de usar os ativos despejados para, por exemplo, pagar prêmios a denunciadores ou financiar as operações da agência, Liu, em 15, mas não impõe limites ao uso de penalidades civis, a SEC pode enfrentar difíceis decisões orçamentárias sobre as quais atividades para priorizar e financiar (tradução nossa).<sup>48</sup>

Ao concordar que a SEC pode aspirar o *disgorgement* pelas vias legais, com a *US Supreme Court* concedendo ato permissivo, se traduz na eficácia do instituto na contenção de ganhos ilícitos (ao menos, no escopo deste específico mercado) como via restitória, não o considerando uma penalidade e, inclusive, implicando na proibição de seu uso caso ostente tal caráter punitivo<sup>49</sup>.

A permissão, contudo, não significa maior poder para o instituto. Significará um olhar mais atento do Poder Judiciário em relação a utilização deste, de forma a traçar os contornos e limites de aplicação que poderão definir parâmetros gerais que repercutam em outras searas para além deste específico setor. Assim, busca-se (re)definir importante remédio que caminha nas atuais tendências da responsabilidade civil, visando, destarte, a garantir equilíbrio nas relações e maior segurança jurídica.

48 No original: “Finally, civil penalties may become much more important to the SEC. These are capped by statute at \$100,000 per violation for a natural person, \$500,000 per violation for entities, or the “gross amount of pecuniary gain to [a] defendant.” 15 U.S.C. §78u(d)(3)(B). Since Liu limits the SEC’s ability to use disgorged assets to, for example, pay whistleblower awards or fund the agency’s operations, Liu, at \*15, but puts no limits on the use of civil penalties, the SEC may face difficult budgetary decisions on which activities to prioritize and fund.” (GALLAGHER, Joseph. In ‘Liu v. SEC,’ Disgorgement Survives, But With Conditions. *New York Law Journal*. 2020. Disponível em: <https://www.law.com/newyorklawjournal/2020/07/28/in-liu-v-sec-disgorgement-survives-but-with-conditions/?slreturn=20200816201713>. Acesso em: 16 set. 2020)

49 US SUPREME COURT. *Liu v. Securities and Exchange Commission*. Arg. 3 mar. 2020. Julg. 22 jun. 2020. Disponível em: <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/liu-v-securities-and-exchange-commission/>. Acesso em: 17 set. 2020

## 5 Considerações finais

O estudo buscou analisar decisões envolvendo a aplicação do remédio civil do *disgorgement of profits* no âmbito da *US Supreme Court*, discorrendo sobre os casos *Kokesh v. Securities and Exchange Commission (SEC)* e *Liu v. Securities and Exchange Commission (SEC)*.

A partir do exame da decisão de 2017 se o *disgorgement* poderia ser considerado uma penalidade, com viés punitivo, e sujeitando-se ao prazo prescricional legal de cinco anos, um primeiro olhar da Corte levou ao entendimento de que a atuação da SEC encontraria barreiras para alcançar sua efetivação. Ademais, retirar-se-ia seu caráter primário restitutivo, sob a égide de tal entendimento.

Contudo, a decisão de 2020 reverte tal entendimento, ao considerar o viés de restituição que o instituto possui, retirando de seu escopo o caráter de penalidade, o qual deverá ser rechaçado. Nesse giro, decidiu-se que a SEC poderia pleitear o *disgorgement* nas Cortes Distritais, tal como já fazia, ainda que não sob amparo estatutário. Porém, a obtenção do remédio deverá atentamente obedecer a parâmetros impostos, de forma a alcançar o caráter primordial ao qual o instituto preza.

Desta forma, o *disgorgement*, ainda que com sua eficácia plena garantida, poderá ser cada vez mais inutilizado face a outros meios de obtenção de lucros indevidos sob a ótica civil. Logo, não se enfraquece o instituto por si, porém, desencoraja ações que não repassavam os ganhos ilícitos aos ofendidos, mas sim ao Tesouro norte-americano, o que carece de fundamentação tanto doutrinária quanto jurisprudencial.

O remédio evidencia louvável tentativa, no campo da *common law*, de se alcançar outros meios para que o ofensor não se beneficie de sua própria torpeza, sendo eficaz instrumento de combate ao locupletamento ilícito, ainda que se traduza como mais uma via, e não apenas a única ou a principal neste sentido.

Ante a todos os aspectos vislumbrados no decorrer da pesquisa, constatou-se que o *disgorgement of profits* poderá, eventualmente, encarar novos parâmetros de aplicação na jurisprudência norte-americana.

Contudo, a decisão da *US Supreme Court* em *Liu v. SEC* soa como uma vitória parcial para a SEC, concedendo-lhe permissão para obter o instituto em Cortes Distritais, ao mesmo tempo em que traça limites capazes de não desvalorizar ou fragilizar o eficaz remédio.

## Referências

BARBOSA, Caio César do Nascimento; GUIMARÃES, Glayder Daywerth Pereira; SILVA, Michael César. Contenção de ilícitos lucrativos no Brasil: o disgorgement of profits enquanto via restitória. *Revista de Direito da Responsabilidade*, Coimbra, a. 2, p. 517-542, 2020.

BARBOSA, Caio César do Nascimento; GUIMARÃES, Glayder Daywerth Pereira; SILVA, Michael César. A eficácia do disgorgement of profits na contenção de ilícitos. In: BRAGA NETTO, Felipe Peixoto; SILVA, Michael César (Orgs.). *Direito privado e contemporaneidade:*

desafios e perspectivas do direito privado no século XXI: volume três. Indaiatuba: Editora Foco, 2020.

CHANG, Jackeline K. Kokesh v. SEC: The Demise of Disgorgement. *North Carolina Banking Institute*, v. 22, 2018.

CHINELATO, João Marcelo Torres. Do dever de restituir o lucro decorrente da lesão a direitos coletivos. *Publicações da escola da AGU*. v. 10, n. 3, p. 115-130, Brasília: AGU, 2018.

DEYOUNG, Kyle *et al.* An Analysis of the Supreme Court's Decision in Liu v. SEC. *Harvard Law School Forum on Corporate Governance*. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu>. Acesso em: 09 set. 2021.

DUBOW, Jay A. REID, Ghillaine A. O'DONNELL. Kaitlin L. Oh, What a Relief Liu Is: Liu v. SEC and Relief Defendant Disgorgement. *American Bar Association*. 2020. Disponível em: [https://www.americanbar.org/groups/business\\_law/publications/blt/2020/08/liu-v-sec/](https://www.americanbar.org/groups/business_law/publications/blt/2020/08/liu-v-sec/). Acesso em: 16 set. 2021.

FONSECA, Luciana Carvalho. A Competência Discricionária da Suprema Corte dos Estados Unidos e o Writ of certiorari. *Portal Migalhas*. Disponível em: <https://www.migalhas.com.br/coluna/migalaw-english/71914/a-competencia-discricionaria-da-suprema-corte-dos-estados-unidos-e-o-writ-of-certiorari>. Acesso em: 17 set. 2021.

GALLAGHER, Joseph. In 'Liu v. SEC,' Disgorgement Survives, But With Conditions. *New York Law Journal*. 2020. Disponível em: <https://www.law.com/newyorklawjournal/2020/07/28/in-liu-v-sec-disgorgement-survives-but-with-conditions/?srlt=urn=20200816201713>. Acesso em: 16 set. 2021.

GUSTIN, Miracy Barbosa de Sousa; DIAS, Maria Tereza Fonseca. *(Re)pensando a pesquisa jurídica: teoria e prática*. 3. ed. Belo Horizonte: Del Rey, 2010.

KFOURI NETO, Miguel; NOGAROLI, Rafaella. A Aplicação do Lucro da Intervenção (Disgorgement of Profits) no Direito Civil Brasileiro: Um Novo Dano no Campo da Responsabilidade Civil ou Uma Categoria de Enriquecimento Sem Causa? In: TEPEDINO, Gustavo; MENEZES, Joyceane Bezerra de (Orgs.). *Autonomia Privada, Liberdade Existencial e Direitos Fundamentais*. Belo Horizonte: Fórum, 2018, p. 559-587.

LEGAL INFORMATION INSTITUTE. *Disgorgement*. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/wex/disgorgement>. Acesso em: 14 set. 2021.

MARKHAM, Jerry W. Securities & Exchange Commission vs. Elon Musk & the First Amendment. *Case Western Reserve Law Review*. Vol. 70, ed. 2, 2019. Disponível em: <https://scholarlycommons.law.case.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=4852&context=caselrev>. Acesso em: 14 set. 2021.

RICKETT, Jessica. Disgorgement for Breach of Contract: My Loss, Your Gain. *Auckland University Law Review*. 2001. Disponível em: <http://www.nzlii.org/nz/journals/AukULRev/2001/4.html>. Acesso em: 13 set. 2021.

ROBERTS, Caprice L. Supreme Disgorgement. *Florida Law Review*, v. 68. Gainesville: Fredric G. Levin College of Law, 2016, p. 1413-1440.

ROSENVOLD, Nelson. *A responsabilidade civil pelo ilícito lucrativo*. Salvador: Editora JusPodivm, 2019.

ROSENVOLD, Nelson. *As funções da Responsabilidade Civil: a reparação e a pena civil*. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2017.

ROSENVOLD, Nelson. As fronteiras entre a restituição do lucro ilícito e o enriquecimento por intromissão. In: BARBOSA, Mafalda Miranda. MUNIZ, Francisco. ROSENVOLD, Nelson (Coords.). *Desafios da nova Responsabilidade Civil*. São Paulo: Editora JusPodivm, 2019.

ROSENVOLD, Nelson. *O direito civil em movimento: desafios contemporâneos*. 2.ed. Salvador: JusPODIVM, 2018.

ROSENVOLD, Nelson; KUPERMAN, Bernard Korman. Restituição de ganhos ilícitos: há espaço no Brasil para o disgorgement? *Revista Fórum de Direito Civil*, Belo Horizonte, a. 6, n.14, p. 11-31, jan./abr. 2017.

ROSENVOLD, Nelson; FALEIROS JÚNIOR, José Luiz de Moura. “Disgorgement Algorítmico”: Técnicas de Processamento de Dados e a Gestão Automatizada dos Ilícitos Lucrativos na Internet. In: SARLET, Gabrielle Bezerra Sales; TRINDADE, Manoel Gustavo Neubarth; MELGARÉ, Plínio. *Proteção de Dados: temas controvertidos*. Indaiatuba: Editora Foco, 2021. [E-book]

SECURITIES ACT OF 1933. *U.S. GOVERNMENT*. Disponível em: <https://www.govinfo.gov/content/pkg/COMPS-1884/pdf/COMPS-1884.pdf>. Acesso em: 12 maio 2021.

US CODE. *UNITED STATES OF AMERICA*. Disponível em: <https://www.law.cornell.edu/uscode/text/15/78u>. Acesso em: 13 set. 2021.

US CODE, Section 28, § 2462. *UNITED STATES OF AMERICA*. Disponível em: <https://uscode.house.gov/browse/prelim@title28/part6/chapter163&edition=prelim>. Acesso em: 13 set. 2021.

US COURTS. *Supreme Court Procedures*. Disponível em: <https://www.uscourts.gov/about-federal-courts/educational-resources/about-educational-outreach/activity-resources/supreme-1>. Acesso em: 10 set. 2021.

US SECURITY AND EXCHANGE COMISSION. *Division of Enforcement: 2019 annual report*. 2019. Disponível em: <https://www.sec.gov/files/enforcement-annual-report-2019.pdf>. Acesso em: 12 set. 2021.

US SUPREME COURT. *KOKESH v. Securities And Exchange Commission*. 2017. Disponível em: [https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529\\_i426.pdf](https://www.supremecourt.gov/opinions/16pdf/16-529_i426.pdf). Acesso em: 13 set. 2021.

---

US SUPREME COURT. *Liu v. Securities and Exchange Commission*. Arg. 3 mar. 2020. Jug. 22 jun. 2020. Disponível em: <https://www.scotusblog.com/case-files/cases/liu-v-securities-and-exchange-commission/>. Acesso em: 17 set. 2021.

WITKER, Jorge. *Como elaborar una tesis en derecho: pautas metodológicas y técnicas para el estudiante o investigador del derecho*. Madrid: Civitas, 1985.