

**SIDe
CiED**

Libro de Artículos
III Seminario Internacional
sobre Democracia, Ciudadanía y
Estado de Derecho

Organización:

Eder Fernandes Monica
Gilvan Luiz Hansen
Guillermo Suárez Blázquez



sideciad.com

**Desigualdades, igualdades y ecuanimidades en las
instituciones: perspectivas pospandémicas**

21, 22 y 23 de septiembre de 2021

Facultad de Derecho • Campus de Ourense • Universidad de Vigo

Lugar de Edición: Universidad de Vigo

Editores: Universidad de Vigo & Universidad Federal Fluminense

III SEMINARIO INTERNACIONAL SOBRE
DEMOCRACIA, CIUDADANÍA Y ESTADO DE DERECHO

Eder Fernandes Monica
Gilvan Luiz Hansen
Guillermo Suárez Blázquez
(organizadores)

LIBRO DE
ARTÍCULOS



Universidade de Vigo

The logo features the letters 'uff' in a bold, blue, lowercase, sans-serif font. To the right of the 'uff' logo, the words 'Universidade Federal Fluminense' are stacked vertically in a blue, uppercase, sans-serif font.
Universidade
Federal
Fluminense

O USO DO HOWEI TEST NA REGULAÇÃO DE TOKENS NO BRASIL E EM PORTUGAL E SUA IMPORTÂNCIA COMO FERRAMENTA PARA EVITAR NOVAS CRISES ECONÔMICAS

Alexandre Magno Antunes de Souza

Mestrando em Direito Constitucional no Programa de Pós-Graduação de Direito Constitucional da Universidade Federal Fluminense (PPGDC UFF). Niterói – Brasil.

E-mail: alexandreantunes@id.uff.br

Rachel Bruno

Doutoranda em Direito pela Universidade Católica Portuguesa. Lisboa – Portugal.

Professora da Universidade Federal Fluminense (UFF) na disciplina Direito

Empresarial. E-mail: rachel_bruno@hotmail.com

INTRODUÇÃO

Com a COVID-19 houve aceleração no processo de migração dos meios analógicos para os digitais e isso também sucedeu com a forma de fazer negócios. O receio de não se ter dinheiro em face de um possível colapso econômico advindo da crise sanitária se tornou no cenário ideal para que a tokenização da economia se tornasse no nicho perfeito para que as pessoas fizessem sua reserva de valor.

Além dos criptoativos em si como o Bitcoin, os tokens de investimento ganharam cada vez mais espaço. O receio era de que o Estado não desse conta de uma possível crise. O problema, contudo, é que alguns desses tokens podem não passar de “ouro de tolo” e sem qualquer segurança jurídica, o risco de o mundo passar por uma nova catástrofe econômica como sucedeu em 1929 e 2008 seria grande. Essas crises não afetam apenas investidores, mas destroem todo o mercado e colocam nações na miséria trazendo desemprego e fome, sendo que os únicos beneficiados são os especuladores e até mesmo os fraudadores que montam seus esquemas Ponzi e de pirâmide financeira.

A solução, então, seria diferenciar o que seria mero token sem promessa de ganhos com esforços de terceiros e o que seriam apenas tokens que representem commodities digitais. Sob esse *prima*, antes mesmo de haver a chamada Revolução 4.0, com a digitalização da economia e a tokenização dos investimentos, a Suprema Corte dos Estados Unidos (SCOTUS — Supreme Court Of The United States) ainda no ano de 1946 criou uma fórmula que se mostra bastante atual: *Howey Test*.

Ao analisar um caso envolvendo a Securities and Exchange Commission (SEC) e um grupo empresarial da Flórida chamado William John. Howey Company, a SCOTUS tinha uma grande responsabilidade nas mãos. Ao mesmo tempo que teria de decidir a vida de pessoas que haviam aplicado dinheiro num negócio efetuado com a Howey Company, ela devia solucionar o problema da lacuna deixada pela “Securities Act of 1933” naquele caso, o que serviria futuramente como precedente a outros casos concretos semelhantes.

O cenário que levou os Estados Unidos a criarem a primeira norma de regulação no mercado de capitais foi de grande miséria deixada pela quebra da bolsa de Nova York em 1929. Antes de haver esse “crash de 1929”, o mercado financeiro era um real vale tudo. A regra era de que todos deveriam ser ricos e o caminho era aplicar no mercado até que a mão invisível desse mercado deu espaço para que companhias vendessem pedaços de vidro como diamantes sob a promessa de fácil rentabilidade. A “Securities Act of 1933” pôs um freio sobre os contratos de investimentos, devendo esses serem antes aprovados pela SEC.

O grupo Howey Company, porém, inovou. A Companhia resolveu vender lotes de terras para terceiros, mas como a maioria dos compradores não tinha experiência em plantações, a Howey-In-The-Hills-Service (empresa participante do grupo) contratou com essa maioria um serviço de manutenção dos pomares de laranjais pela Service com promessa de rentabilidade aos contratantes.

Na visão da SEC, esse tipo de contrato era de investimento e necessitaria da sua autorização para ser ofertado para as pessoas. O órgão, então, levou o caso à Justiça dos EUA e a discussão terminou na Suprema Corte daquele país.

A questão é que o precedente para o mercado de capitais nos Estados Unidos se tornou parâmetro para reguladores de todo o mundo e pode ser uma ferramenta capaz de contribuir com o desenvolvimento econômico dando uma mínima margem de segurança jurídica capaz de evitar fraudes no mercado.

A solução apresentada pela SCOTUS se mostra atual em plena era em que se fala em Blockchain e Criptoativos. Mesmo não havendo regulação sobre Bitcoins e outros mais de 6 mil ativos criptografados, há casos em que os tokens ofertados se assemelham aos contratos de investimentos. Há mesmo tokens que não são de criptomonedas, mas baseados em outros ativos.

Nesses casos, parece cabível a atuação dos reguladores de proteção aos investidores para que não deixem o mercado de capitais como terra de ninguém. A questão é diferenciar os “utility tokens” dos “security tokens”, sendo que a

segunda espécie é contrato de investimento. A resposta, portanto, está no chamado Howey Test criado pela SCOTUS.

Tendo em vista a importância do caso tanto por ter dado definição ao que seria contrato de investimento e suprindo assim uma lacuna da “Securities Act of 1933” quanto pela sua atualidade, foi analisado neste trabalho o cenário em torno do caso, bem como até que ponto a decisão influenciou o Direito brasileiro e a regra da Comissão de Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) em Portugal.

O método utilizado foi o hipotético-dedutivo. Foram analisados elementos da decisão no caso “SEC v. Howey Co.” e de sua influência na atuação dos reguladores no Mercado de Capitais Brasil e em Portugal.

O artigo foi dividido em quatro tópicos. Na primeira parte foi abordado o caso “SEC v. Howey Co.” até a decisão da SCOTUS, bem como os fatos que levaram os Estados Unidos a criarem a “Securities Act of 1933”.

No tópico seguinte, há uma discussão sobre a importância do Teste Howey para se diferenciar “security tokens” de “utility tokens” e como a ausência de regulação clara pode impactar numa nova crise econômica afetando o desenvolvimento social, conforme sucedeu em 1929 e 2008. Nessa parte do trabalho, foram considerados o mercado de criptoativos e as chamadas ICOs (Initial Coin Offerings), bem como a venda de tokens por empresas espalhadas pelo mundo.

No terceiro tópico, há o destaque para a legislação brasileira sobre Valores Mobiliários e sua influência vinda tanto das “Securities Acts” estadunidense bem como da decisão da SCOTUS sobre o caso “SEC v. Howey Co.” e como Portugal tem tratado o tema.

Por fim, nas conclusões, será mostrado se o Howey Test criado ainda em 1946 pela Suprema Corte dos Estados Unidos tem de fato aplicação atual nos dias de hoje para tokens advindo da chamada tecnologia Blockchain e ativos criptografados. Além de se apontar o quanto a Lei de Valores Mobiliários brasileira e a norma da CMVM portuguesa foram influenciadas por essa solução advinda da decisão sobre o caso “SEC v. Howey Co.”

1- A SCOTUS DEFININDO PARADIGMA NO MERCADO DE CAPITAIS NOS ESTADOS UNIDOS

A ideia de criar contratos de investimentos coletivos e retribuir os investidores com parte dos dividendos de uma empresa ou de um empreendimento já era uma realidade ainda na década de 20. Não havia regras. Até a quebra da bolsa de valores de Nova York em 1929 valia de tudo no mercado de capitais nos Estados Unidos. O pior, conforme narra o escritor Ivan Sant’Anna, não havia indício nos números de que a alta iria acabar o que atraiu até mesmo os mais conservadores:

Ao final do mês de junho de 1929, o índice de produção industrial americano atingiu o maior nível de todos os tempos até então. Muitos investidores que haviam relutado em comprar ações naqueles preços, que julgavam altos demais, se renderam aos fatos e jogaram suas economias na Bolsa.

O resultado, então, foi desastroso não só na América do Norte mas em todo o mundo. A máxima de que “Todos deveriam ser ricos” dita pelo diretor da General Motors, John Jakob Raskob³⁷, dois meses antes de todo o mercado quebrar, se tornou uma piada de mal gosto diante da realidade após 24 de outubro de 1929, data em que ocorreu a primeira onda de o mercado financeiro quebrar nos Estados Unidos³⁸.

Segundo o economista John Kenneth Gailbrath, a maior quebra ocorreu mesmo foi no dia 29 de outubro de 1929. Antes dessa data muitos haviam perdido todo o dinheiro no mercado, mas nada comparado à Terça-feira Negra, que ficou conhecido como “o dia mais devastador da história da bolsa de valores de Nova York e pode ter sido o dia mais devastador na história dos mercados”³⁹. A nova realidade mostrou que o sucesso do livre-mercado não passava de um mito e a economia do mundo experimentou o peso da mão invisível do mercado⁴⁰.

³⁷ Ivan Sant’Anna in 1929 - Quebra da bolsa de Nova York: A história real dos que viveram um dos eventos mais impactantes do século. 1ª ed. -Rio de Janeiro: Objetiva, 2014.

³⁸ O cenário da crise da bolsa de Nova York é explicado em detalhes pelo economista John Kenneth Gailbrath in *The Great Crash, 1929. 50th Anniversary Edition*. Ed. Andre Deutsch: 1980.

³⁹ John Kenneth Gailbrath in *The Great Crash, 1929. 50th Anniversary Edition*. Ed. Andre Deutsch: 1980. pg. 111.

⁴⁰ John Jakob Raskob foi um dos dedos da mão invisível do mercado. Conforme explica o economista John Kenneth Gailbrath, o diretor da GM influenciou o mercado e pode ter multiplicado seus ganhos em mais de dez vezes no mercado. Cf. consta em *The Great Crash, 1929. 50th Anniversary Edition*. Ed. Andre Deutsch: 1980. pgs. 13/14

Em 1933, então, foi criada a primeira legislação regulatória sobre o mercado de capitais nos Estados Unidos: a “Securities Act of 1933”⁴¹.

De acordo com essa lei, as companhias não poderiam ofertar contratos de investimentos sem a autorização da Securities and Exchange Commission (SEC). O problema era saber o que seria ou não contrato de investimentos, uma vez que a “Securities Act of 1933” não trazia a definição de contrato de investimentos. A situação somente foi resolvida após uma decisão da SCOTUS sobre o caso “SEC v. Howey Co.”⁴².

Em 2 de maio de 1946, a Securities and Exchange Commission apresentou à Suprema Corte do Estados Unidos o Writ of Certiorari⁴³ após a Corte do quinto Circuito ter confirmado a decisão da Corte do Distrito Sul da Flórida de que os contratos ofertados pela W.J. Howey Company não se submetem ao “Securities Act of 1933” por não se tratar de contrato de investimento.

O caso se tratava de oferta pública de contrato, ocorrida entre de 1941 até 31 de maio de 1943, envolvendo lotes de terra para a plantação de uma espécie de laranjas (citrus fruits) na Flórida feita pelo grupo W.J. Howey Company. A questão é que uma das empresas do grupo vendeu as terras, mas a outra chamada Howey-In-The-Hills-Service fechou com 85% desses compradores um contrato pelo qual ela se comprometia a cuidar das terras, executando com o serviço desde o cultivo dos laranjais (citrus trees) até a comercialização das safras.

Apenas 51 pessoas compraram os lotes de terras que compreendem uma área total de 195,26 acres de propriedade de bosque na Flórida. Desses compradores, 42 celebraram o contrato de serviço com a Service Company para o cuidado das suas propriedades. Os contratos cobriam 166,54 acres. Os contratos foram oferecidos para diversas pessoas de fora da Flórida⁴⁴.

⁴¹ Jonh Kenneth Gailbrath, no entanto, menciona na introdução da 50ª edição de aniversário do livro *The great Crash, 1929*, que “Mercados e aventura financeira foram então, e por muito tempo depois, menos contidos pela SEC do que pelo conhecimento do que tinha acontecido em 1929”.

⁴² O caso “Securities and Exchange Commission v. Howey Company” está disponível na íntegra em <https://tile.loc.gov/storage-services/service/lj/usrep/usrep328/usrep328293/usrep328293.pdf>. Acessado em 28 de jan. 2021

⁴³ O Writ of Certiorari que equivale ao Recurso Extraordinário que é apresentado ao Supremo Tribunal Federal no Brasil.

⁴⁴ Cf. consta na decisão da SCOTUS sobre o caso “SEC v. Howey Co.”. Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>. Acessado em 28 de jan. 2021.

Até aqui, poderia se imaginar que não há nada a ver com contrato de investimento em si. Os contratos feitos sobre os serviços, porém, iam além do cuidado da terra e cultivo de citrus fruits. A priori se assemelhava a um arrendamento de terras, mas nos detalhes das cláusulas havia elementos que se aproximam de um contrato de investimento.

Os interessados investiram o valor nas terras e a Howey-In-The-Hills-Service executava todo o serviço desde o cultivo até a venda das laranjas. Quem assinasse o contrato com a “Service” renunciava ao direito de comercializar a safra. Essas pessoas apenas recebiam o lucro líquido e todas as negociações eram feitas sob o nome da Howey Company. Não havia a opção de cancelamento desse contrato, o qual deveria durar por pelo menos dez anos.

Esses detalhes chamaram a atenção da SEC que decidiu, então, judicializar o caso contra a Howey Company para impedir o grupo e usar os correios e instrumentos de comércio interestadual na oferta e venda de títulos não registrados e não isentos em violação do § 5 (a) da “Securities Act of 1933”, o que foi negado tanto pela Corte Distrital do Sul da Flórida bem como pela Corte de Apelação do Quinto Circuito, conforme foi descrito pelo Justice (juiz da SCOTUS) Frank Murphy na “Opinion” (relatório).

O Juiz Dozier Adolphus DeVane da Corte do Distrito Sul da Flórida, em sua decisão⁴⁵ de 17 de abril de 1945, relatou que o serviço prestado pelo grupo Howey Company não deveria ser confundido com contrato de investimento, pois se tratava de uma prestação de serviços de uma empresa que já atuava no mercado há décadas.

A SCOTUS, porém, entendeu que a oferta feita pela W.J. Howey Co. deveria sim se submeter às regras da “Securities Act of 1933”, uma vez que as suas características apontam se tratar de uma espécie de “contrato de investimento”.⁴⁶

Sob esse prisma, a Suprema Corte dos Estados Unidos afirmou⁴⁷ que a Seção 2 (1) da “Securities Act of 1933” o termo “security” serve para definir

45 A decisão da Corte Distrital do Sul da Flórida está disponível em <https://law.justia.com/cases/federal/district-courts/FSupp/60/440/1968914/>. Acessado em 29 de jan. 2021.

46 Idem

47 Conforme consta na decisão disponível em <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/usrep/usrep328/usrep328293/usrep328293.pdf>. Acessado em 28 de jan. 2021

documentos comumente conhecidos negociados para especulação ou investimento, mas inclui também "títulos" de caráter mais variável, designados por termos descritivos como "certificado de interesse ou participação em qualquer acordo de participação nos lucros", "contrato de investimento" e "em geral, qualquer interesse ou instrumento comumente conhecido como 'título'".

A Suprema Corte dos Estados Unidos, então, afirmou que caso chegasse a uma resposta negativa ao problema de que os contratos do grupo Howey não são de investimento como fizeram a Corte Distrital do Sul da Flórida e a Corte de Apelação do Quinto Circuito, teria de tratar “dos contratos e escrituras como transações separadas envolvendo não mais do que uma venda de imóvel comum e um acordo do vendedor para gerenciar a propriedade para o comprador”.

O problema era a falta de definição do termo “contrato de investimento” tanto pela Lei de Valores Mobiliários bem como por relatórios legislativos relevantes. Não havia qualquer definição senão aquela dada pelos tribunais estaduais, o que conferia uma certa segurança jurídica ao investidor.

As decisões da Suprema Corte de Minnesota sobre o caso "State v. Gopher Tire & Rubber Co." e da própria SCOTUS no caso “SEC. v. Joiner Corp” serviram de base para a solução do caso envolvendo os contratos da W.J. Howey Company.

Em 28 de maio de 1920, a Suprema Corte de Minnesota, ao decidir sobre o caso "State v. Gopher Tire & Rubber Co.”, mencionou sobre a existência de uma lei de 1917 a qual foi considerada uma “Blue Sky Law” por regular o mercado a fim de evitar fraudes, mas não era nada como a "Security Act of 1933”.

Naquele período já havia um controle sobre a venda de valores mobiliários, a qual teria de passar pela fiscalização da State Securities Commission, mas não havia a autorização prévia como é feita com a SEC a partir de 1933.

Em 22 de novembro de 1943, a SCOTUS afirmou no caso “SEC v. Joiner Corp”⁴⁸ que a forma de transação de vendas e cessões de interesses em terrenos não serve para afastar a aplicação da “Securities Act of 1933”, quando há nela natureza das ofertas que se encaixam nos “termos ‘contratos de investimento’ e ‘qualquer interesse ou instrumento comumente conhecido como um título’”, sendo na realidade “vendas de "valores mobiliários".

48 Decisão disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/320/344/>. Acessado em 01 de fev. 2021.

Para saber se um contrato determinado será ou não de investimento, a SCOTUS criou, então, ao decidir o caso “SEC v. Howey Co.”, um teste singular e objetivo. Nele consiste saber se (I) há um contrato que envolve investimento em dinheiro e (II) se ele é efetuado com uma empresa em comum a qual cuidará de distribuir os lucros sem que a pessoa que aplicou o dinheiro tenha de fazer qualquer esforço além de aplicar o dinheiro.

Nisso, segundo a SCOTUS pouco importa se a empresa se trata ou não de especulação, conforme consta na própria *Opinion* feita pelo Justice Frank Murphy:

O teste para saber se existe um "contrato de investimento" sob o Securities Act é se o esquema envolve um investimento de dinheiro em uma empresa comum com lucros provenientes exclusivamente dos esforços de terceiros; e, se esse teste for satisfeito, é irrelevante se a empresa é especulativa ou não especulativa, ou se há uma venda de propriedade com ou sem valor intrínseco.

A decisão a favor da SEC, com a *Opinion* de Frank Murphy não foi, porém, unânime. Naquele período, a SCOTUS era formada pelos seguintes nove Justices: Harold Burton; Wiley B. Rutledge, Robert H. Jackson; Frank Murphy; William O. Douglas; Felix Frankfurter; Stanley Reed; Hugo L. Black e Benjamin N. Cardozo⁴⁹.

Destes Justices, conforme consta na *Opinion*, Robert H. Jackson se absteve na consideração ou decisão sobre esse caso e Felix Frankfurter foi divergente sustentando que o caso havia sido bem decidido pela Corte Distrital do Sul da Flórida e que os contratos da Howey Company não deveriam se submeter a Lei de Valores Mobiliários.

Apesar da resposta do Justice Felix Frankfurter, o que ficou na história dessa decisão, foi o argumento trazido na *Opinion* de que pouco importa a forma que o contrato esteja, havendo os elementos de que “Os investidores fornecem o capital e participação nos ganhos e lucros; os promotores administram, controlam e operam o empreendimento”, não há outra interpretação senão de que se trata de contrato de investimento.

49 cf. consta na lista de Justices de todos os tempos na SCOTUS. Disponível em <https://www.oyez.org/justices>. Acessado em 30 de jan. 2021.

2- A IMPORTÂNCIA DO “HOWEY TEST” NA TOKENIZAÇÃO DE INVESTIMENTOS E SEU USO PARA SE EVITAR NOVAS CRISES ECONÔMICAS

A resposta dada pela SCOTUS para reconhecer um contrato de investimento se tornou emblemática e é usada até hoje pela SEC para separar de fato os “utility tokens” dos “security tokens” na prática.

De acordo com o pesquisador indiano em Blockchain e autor no site Blockchain Council, Toshendra Kumar Sharma, a diferença entres esses dois tipos de tokens habita na funcionalidade de cada um⁵⁰. Os “utility tokens” criados por empresas de Blockchain ao lançarem sua ICO são como cupons digitais que podem ser resgatados no futuro “por taxas com desconto ou acesso especial a um produto ou serviço”. Eles não seriam “usados como investimentos”. E nesse ponto estariam se diferenciando dos “security tokens”:

Os security tokens são criados como investimentos. Os dividendos na forma de moedas adicionais são dados aos detentores de tokens cada vez que a empresa emissora dos tokens obtém lucro no mercado. Os usuários que possuem security token também obterão propriedade da empresa. O Blockchain fornece uma plataforma que pode ser usada para criar um sistema de votação que permite aos investidores exercerem o controle sobre o processo de tomada de decisão da empresa.

Para a SEC, no entanto, pouco importa o nome do contrato ou do token. E, isso ficou claro nas palavras do ex-presidente da SEC, Jay Clayton. Ele afirmou que alguns profissionais do mercado tentaram destacar as características de “utility tokens” em suas ICOs (Initial Coin Offerings), com o objetivo de afastar desses tokens a possibilidade deles serem espécies de valor mobiliário.

A realidade, no entanto, na visão de Jay Clayton é que “muitas dessas afirmações parecem elevar a forma à substância. Meramente chamar um token

50 Cf. consta em texto de Toshendra Kumar Sharma. Security Tokens vs. Utility Tokens: A Concise Guide. Disponível em <https://www.blockchain-council.org/blockchain/security-tokens-vs-utility-tokens-a-concise-guide/#:~:text=A%20security%20token%20is%20an,economy%20within%20the%20project's%20blockchain..> Acessado em 31 de jan. 2021.

de utility token ou estruturá-lo para fornecer algum utilitário não impede que o token seja uma security”⁵¹.

O Professor de Direito Regulatório na Universidade da Califórnia em Los Angeles (UCLA), James Park, explica que o surgimento das ICOs trouxe para a SEC um desafio a ser vencido⁵². A questão é que essas ICOs são uma forma de empresas de criptoativos levantarem fundos para seus projetos vendendo tokens contendo ativos criptografados para interessados em adquirir esses ativos comercializados por essa empresa.

De acordo com James Park, os “utility tokens” podem ser comparados a barra de prata ou de ouro. A valorização ou a desvalorização dependerá do valor da commodity no mercado. Apesar de haver a flutuação do preço nos mercados secundários, os contratos envolvendo a venda de barras de ouro ou de prata não seriam necessariamente um título, isso porque “a compra das barras de prata foi feita, os lucros para o investidor dependiam das flutuações do mercado de prata, não dos esforços gerenciais’ de uma empresa”.

As decisões nos tribunais nos EUA não são unânimes nesse ponto de vista. Nos casos “SEC v. Belmont Reid”⁵³, julgado pelo Corte de Apelações do Nono Circuito, ficou decidido que os contratos em outro não são “securities”, pois os preços variavam de acordo com a flutuação do mercado. O mesmo sucedeu quando o Tribunal de Apelações da Califórnia decidiu sobre o caso “Moreland v. Department of Corporations”.

Já no caso “SEC v. R.G. Reynolds Enterprises, Inc.”⁵⁴, a Corte de Apelações do Nono Circuito, apontou que houve esforços de Moreland para “refinar o minério dos investidores e entregar o ouro a uma empresa respeitável para a marcação e certificação de sua pureza”.

51 cf. consta no artigo de Jay Clayton intitulado Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>. Acessado em 30 de jan. 2021.

52 James Park in “When Are Tokens Securities? Some Questions from the Perplexed”. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/12/20/when-are-tokens-securities-some-questions-from-the-perplexed/>. Acessado em 01 de fev. 2021.

53 Decisão na íntegra, disponível em https://casetext.com/case/sec-v-belmont-reid-coin?q=SEC%20v.%20Belmont%20Reid&PHONE_NUMBER_GROUP=P&sort=relevance&p=1&type=case. Acessado em 01 de jan. 2021.

54 A decisão se encontra disponível em <https://casetext.com/case/sec-v-rg-reynolds-enterprises-inc>. Acessado em 01 de jan. 2021.

Da mesma forma que a SCOTUS tratou os contratos da Howey Company no caso “SEC v. Howey Co.”, a Corte do Nono Circuito entendeu que se tratava de um contrato de investimentos, pois “os esforços gerenciais essenciais que afetariam o sucesso ou o fracasso do Programa Moreland Gold”.

Apesar da comparação com ouro e prata, o professor James Park alertou em seu artigo que há algumas diferenças entre utility tokens e esses metais preciosos, entre elas está que esses tokens “não são homogêneos e carregam consigo vários direitos, características e obrigações”.

A questão, porém, é que alguns projetos podem ser vistos pela SEC como securities, uma vez que a valorização desses ativos depende dos esforços sobre o projeto em Blockchain a serem desenvolvidos. Quanto a esse ponto, Park afirmou:

Centenas de empresas que desenvolvem projetos relacionados à tecnologia de blockchain venderam tokens por meio de ICOs diretamente a investidores públicos, sem preencher uma declaração de registro na SEC. Essas vendas são ilegais se tais tokens se enquadrarem na definição ambígua de um título.

Em vez de vender ações, os ICOs normalmente levantam fundos vendendo tokens (um tipo de criptomoeda) para investidores, muitos dos quais esperam lucrar com o aumento do valor de tais tokens.

A saída desse imbróglio é só uma: submeter o token ao Howey Test. O próprio Toshendra Sharma reconhece que a criação da SCOTUS é que termina certificando o que é de fato “utility token” e “security token”.

(...) um token de criptomoeda que passa no Howey Test é considerado um security token. Ele deriva valor de um ativo negociável externo. Como esses tokens são considerados um título, eles estão sujeitos a títulos e regulamentos federais. O Howey foi criado pela Suprema Corte dos Estados Unidos para determinar se certas transações se qualificam como "contratos de investimento". Nesse caso, essas transações são consideradas títulos nos termos do Securities Act de 1933 e do Securities Exchange Act de 1934 e estão sujeitas a certos requisitos de divulgação e registro.⁵⁵

55 Cf. consta em texto de Toshendra Kumar Sharma. Security Tokens vs. Utility Tokens: A Concise Guide. Disponível em <https://www.blockchain-council.org/blockchain/security-tokens-vs-utility-tokens-a-concise-guide/#:~:text=A%20security%20token%20is%20an,economy%20within%20the%20project's%20blockchain..> Acessado em 31 de jan.2021.

2.1. Os três elementos primordiais do Howey Test para reconhecer um contrato de investimento coletivo

Segundo a SEC, um ativo digital será considerado “contrato de investimento” quando no momento de sua oferta ou venda satisfizer o Howey Test⁵⁶. Para isso, portanto, as seguintes questões têm de ser respondidas de forma positiva: (I) token, em questão, envolve investimento de dinheiro?; (II) Esse contrato desse token é feito com uma empresa em comum? e (III) há, na aquisição do token uma expectativa razoável de lucros derivados dos esforços de terceiros?

A SEC explica que há etapas para essas questões. A primeira etapa do Howey Test, segundo o órgão, é normalmente “satisfeita em uma oferta e venda de um ativo digital porque o ativo digital é comprado ou adquirido em troca de valor, seja na forma de moeda real (ou fiduciária), outro ativo digital ou outro tipo de consideração”.

A questão de ter uma “empresa comum” não define se o token é “utility” ou “security”, por si. Apesar de a SEC informar que tribunais geralmente têm analisado uma “empresa comum” como um elemento distinto de um contrato de investimento. Em casos de ativos digitais, a coisa é diferente. Segundo a SEC, “ao avaliar ativos digitais, descobrimos que normalmente existe uma ‘empresa comum’”.

A terceira etapa do Howey Test guarda maior complexidade. Os esforços de terceiros para a obtenção do resultado de rendimentos podem advir até mesmo de marketing em torno do token, o qual pode trazer maior valorização do ativo no mercado secundário.⁵⁷

Nesse sentido, o ex-presidente da SEC Jay Clayton afirmou que os emissores e outras pessoas e entidades envolvidas em marketing, oferta, venda, re-venda ou distribuição de qualquer ativo digital terá de “analisar transações relevantes para determinar se as leis de títulos federais se aplicam”.

Acredito que as ofertas iniciais de moedas - representem ou não ofertas de valores mobiliários - podem ser formas eficazes para os empresários e outros arrecadar fundos, inclusive para projetos inovadores. No entanto,

56 Cf. consta no artigo Framework for “Investment Contract” Analysis of Digital Assets. Disponível em <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>. Acessado em 31 de jan. 2021

57 Idem.

qualquer atividade que envolva uma oferta de valores mobiliários deve ser acompanhada por importantes divulgações, processos e outras proteções ao investidor que nossas leis de valores mobiliários exigem.

O foco da análise de *Howey* não está apenas na forma e nos termos do próprio instrumento (neste caso, o ativo digital), mas também nas circunstâncias que envolvem o ativo digital e a maneira como é oferecido, vendido ou revendido (o que inclui vendas no mercado secundário).⁵⁸

2.2. *Howey* Test como ferramenta para se evitar novas crises econômicas: aprendendo com o passado

A questão para a qual não se deve perder de vista é o quanto a falta de regulação pode impactar na vida de pessoas que sequer são investidoras. A crise de 1929 se deu por conta de não haver naquele tempo qualquer regra sobre o Mercado de Capitais.

Além do crash de 1929 abordado no primeiro tópico, não se deve desconsiderar a crise de 2008. Em 1929 não havia qualquer regulação sobre e a ideia do *laissez-faire* fez com que milhares de pessoas perdessem seus empregos da noite para o dia⁵⁹. A história, então, se repetiu entre os anos de 2005 e 2008 com os chamados subprimes fundados em aplicações de investimento em fundos de hipoteca dos EUA. Apesar de pessoas do próprio mercado financeiro ter apontado que se tratava de algo insustentável à exemplo de Michael Burry e Mark Baum e de haver regulação para evitar a catástrofe, nada foi feito⁶⁰.

Os subprimes que eram vendidos com algo seguro afetou vidas e deixou rastro de desemprego e miséria⁶¹. O motivo para ter chegado a esse ponto foi simplesmente a falta de atuação de reguladores, como a Standard and Poors que

58 cf. Jay Clayton in Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>. Acessado em 30 de jan. 2021.

59 Ivan Sant'Anna in 1929 - Quebra da bolsa de Nova York: A história real dos que viveram um dos eventos mais impactantes do século. 1ª ed. -Rio de Janeiro: Objetiva, 2014.

60 Sobre o tema, ver LEWIS, Michael. The Big Short: Inside the Doomsday Machine. New York: Norton & Company. 2011

61 Idem.

deixou de rebaixar a nota daquele investimento⁶² e da própria SEC, que atuou apenas quando o estrago já estava feito.

Com a tokenização da economia, acelerada pela COVID-19, o mesmo pode suceder. Muitos investidores inexperientes foram atraídos sob a promessa de alta rentabilidade. Já foi visto que crashes econômicos afetam toda a humanidade. Os elementos do Howey Test servem como parâmetros auxiliares aos reguladores, os quais devem atuar intervindo no mercado sempre que houver risco de fraudes e, assim, evitar novos colapsos.

Não obstante, é válido ressaltar que a intervenção deve ser feita de modo a não engessar o mercado, mas tão somente garantir a segurança jurídica mínima. Se por um lado, há a proteção aos investidores, por outro há de se ter a devida atenção com o risco que tais investimentos podem trazer para toda a comunidade humana.

3 - A INFLUÊNCIA DA DECISÃO DA SCOTUS NA LEGISLAÇÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS DO BRASIL E EM PORTUGAL

A Lei brasileira de valores mobiliários somente entrou em vigor em 1976, após o chamado boom de 1971 que sucedeu ao movimento especulativo. Apesar de sua curta duração, os estragos perduraram até 1975 e sucedeu a destruição da reputação do mercado acionário no Brasil.

Com o exemplo dos Estados Unidos, que após a crise de 1929, instituiu os “Securities Act of 1933” e “Securities Act of 1934” e criou assim a Securities

⁶² Nesse sentido, Ladislau Dowbor afirma “Haveria ainda de se considerar o papel regulador das agências avaliadoras de risco. O muito conservador The Economist chega a se indignar com o peso que adquiriu este oligopólio de três empresas – Moody’s, Standard & Poor (S&P) e Fitch – que “fazem face a críticas pesadas nos últimos anos, por terem errado relativamente a crises como as da Enron, da WorldCom e da Parmalat. Estes erros, a importância crescente das agências, a falta de competição entre elas e a ausência de escrutínio externo estão começando a deixar algumas pessoas nervosas”. The Economist argumenta também que as agências de avaliação são pagas pelos que emitem títulos, e não por investidores que utilizarão as avaliações de risco, com evidentes conflitos de interesses”. DOWBOR, Ladislau. A crise financeira sem mistérios: Convergência dos dramas econômicos, sociais e ambientais. Disponível em: http://www.alterinfos.org/IMG/pdf/2009_Ladislau_Dowbor_A_crise_financeira_sem_misterios.pdf Acessado em 25 de nov.2021.

and Exchange Commission, o Brasil instituiu a Lei 6.385/76 para regular mercado de Capitais e criou por meio dela a Comissão de Valores Mobiliários (CVM).

A Lei de Valores Mobiliários assim que entrou em vigor trazia a competência da CVM limitada a fiscalização do “mercado de Valores Mobiliários, operações das bolsas de valores e acompanhar questões ligadas as companhias abertas⁶³”.

A lei só trazia no rol de valores mobiliários as ações, partes beneficiárias e debêntures, os cupões desses títulos e os bônus de subscrição; os certificados de depósito de valores mobiliários; e outros títulos criados ou emitidos pelas sociedades anônimas, a critério do Conselho Monetário Nacional.

Apesar disso, a CVM por influência da decisão da Suprema Corte dos Estados Unidos no caso “SEC v. Howey Co.” passou a tratar dos contratos de investimento coletivo (CIC) por meio da IN CVM 296/1998⁶⁴ a fim de evitar fraudes como “Ponzi Schemes”.

O art. 2º da referida Instrução Normativa traz em sua redação que contratos de investimento coletivo, quando ofertados publicamente e “gerem direito de participação, de parceria ou de remuneração, inclusive resultante de prestação de serviços, cujos rendimentos advêm do esforço do empreendedor ou de terceiros” serão considerados como valores mobiliários sujeitos à Lei 6.385/76.

Apesar de o art. 2º da IN CVM 296/1998, em si, não mencionar aplicação em dinheiro, a qual é uma das características para que o contrato seja considerado como de investimento nos parâmetros do Howey Test, o art. 3º, da referida instrução normativa, menciona os valores estabelecidos dos contratos. Já o art. 5º, VII, afirma que os contratos de investimento coletivo devem conter obrigatoriamente o valor inicial do contrato, o que denota que há de ter aplicação em dinheiro.

Cerca de três anos depois da IN em vigor, eis que a Lei 10.303/2001 modificou a Lei 6.385/76. Uma das mudanças foi a ampliação do rol trazido no art. 2º sobre o que são Valores Mobiliários. Entre os dispositivos incluídos estava

63 Vide artigo O uso do stop order pela CVM nos investimentos em forex e criptoativos que escrevi com Márcia Dalcastel. Disponível em <https://portaldobitcoin.uol.com.br/uso-do-stop-order-pela-cvm-nos-investimentos-em-forex-e-criptoativos/>. Acessado em 02 de fev. 2021

64 Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst296.html>. Acessado em 29 de jan. 2021

o inciso IX⁶⁵ pelo qual se tem a mesma redação do que já trazia o art. 2º da IN CVM 269/98, tratando de contrato de investimento coletivo (CIC).

Os termos acerca dessa espécie de valor mobiliário são quase que *ipsis litteris* o que a Suprema Corte dos Estados Unidos definiu para identificar um contrato de investimento no caso envolvendo a W.J. Howey Company. A própria CVM deixou claro isso no Processo Administrativo Sancionador julgado em 2019⁶⁶, em que se apurava se a ICO da Iconic Intermediação de Negócios e Serviços Ltda seria um CIC.

O Diretor da CVM na ocasião, Gustavo Machado Gonzalez, afirmou que o conceito de contrato de investimento coletivo seria uma espécie de Howey tropical que abarcaria “negócios com diversos formatos nos mais variados setores”. No mesmo voto, Gonzalez ainda mencionou que a jurisprudência dos Estados Unidos tem mostrado “casos pitorescos”, que incluem a criação de castores como no caso “Continental Marketing Corporation v. Securities and Exchange Commission” levado a Corte de apelação do décimo circuito⁶⁷; fazendas de ostras enfrentada em “Securities and Exchange Commission v. Cultivated Oyster Farms Corp” pela Corte Distrital do leste de Nova York⁶⁸; e destilarias de bourbon como ocorreu no caso “Securities and Exchange Commission v. Bourbon Sales Corp” que chegou até a Corte Distrital do Kentucky⁶⁹.

65“Art. 2o São valores mobiliários sujeitos ao regime desta Lei:

(...)

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

66 Voto do diretor da Comissão de Valores Mobiliários, Gustavo Machado Gonzalez, sobre o Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003406/2019-91 está na íntegra disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/assuntos/noticias/ane-xos/2020/20201027_PAS_CVM_19957_003406_2019_91_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf-9ea05f756b614752adbd8b5f20380887. Acessado em 29 de jan. 2021

67A Decisão está disponível em <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/387/466/262007/>. Acessado em 30 de jan. 2021.

68 Cf. publicado pela SEC em nota intitulada Town of Oyster Bay, New York, Agrees to Settle SEC Charges. Disponível em <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2019/lr24494.htm>. Acessado em 30 de jan. 2021

69 O Caso “Securities and Exchange Commission v. Bourbon Sales Corp” está disponível em <https://www.casemine.com/judgement/us/5914a2abadd7b0493469c504>. Acessado em 30 de jan. 2021

Apesar dessas semelhanças, a CVM apontou por meio desse voto que o Howey Test no Brasil teria de ser algo mais adequado a realidade desse país e desta forma, a criação da SCOTUS acabou originando “o preenchimento dos elementos contidos na definição de valor mobiliário trazida no inciso IX do artigo 2º da Lei nº 6.385/1976”.

Como o voto, em questão, era sobre uma empresa de tecnologia Blockchain, a qual estava fazendo oferta pública de Initial Coin Offering, o relator mencionou sobre a importância do Howey Test na identificação de tokens, afirmando que a classificação de um ativo digital “dependerá não do seu rótulo, mas de sua função” uma vez que “um único criptoativo pode se enquadrar em uma ou mais modalidades, a depender das funções que desempenha e dos direitos a ele associados.”

Portugal apresenta cenário semelhante ao do Brasil, guardando a devida preocupação sobre a diferenciação de tokens, alertando inclusive os investidores sobre os riscos que envolvem uma ICO. A Comissão do Mercado de Valores Mobiliários (CMVM) emitiu em sua página, comunicado explicando o que são criptoativos, quais os seus riscos e os cuidados que o investidor precisa ter, o que é uma ICO e em que circunstâncias esses instrumentos estão sujeitos à legislação portuguesa, além de sua classificação ou não como valores mobiliários.

Em 23 de julho de 2018, a CMVM deixou claro que “caso os tokens oferecidos configurem valores mobiliários, será aplicável o regime jurídico relevante”. A diferença é que no Código de Valores Mobiliários (CdVM) não constam os elementos do Howey Test para se reconhecer se determinada oferta pública é de contrato de investimento coletivo, como sucede na Lei de Valores Mobiliários brasileira. O art. 1º do (CdVM) apenas menciona contratos de investimento. A alínea “g” do referido artigo traz em si um conceito muito amplo: “outros documentos representativos de situações jurídicas homogêneas, desde que sejam suscetíveis de transmissão em mercado”.

No entanto, a própria CMVM por meio do comunicado emitido em 2018, esclareceu que os tokens serão considerados valores mobiliários nos termos do art. 1º, g, do CdVM caso nas informações disponibilizadas pelo emitente, haja “elementos dos quais possa decorrer uma vinculação do emitente à realização de condutas das quais resulte uma expectativa de retorno para o investidor”. Esses elementos são: “a) O direito a um rendimento (por exemplo, se o token conferir direito a lucros ou a um juro); ou b) A prática de atos por parte do emitente ou entidade relacionada adequados à incrementação do valor do token.”

O Comunicado da CMVM, apesar de não conter todos os elementos trazidos pelo Howey Test, se reconhece a sua influência uma vez que o investidor tem expectativa de ganho o qual não advém de seus esforços, mas da prática de atos de terceiros.

Já o ponto que consta no Howey Test sobre a necessidade de uma mesma empresa fazer a oferta pública, esse requisito se encontra no próprio art.1º, “g” do CdVM, o qual traz como requisitos essenciais: representação em documento, situação jurídica homogênea e transmissão em mercado.

Os tokens podem ser considerados um documento, embora seja eletrônico, conforme artigo 2º, a, do Decreto lei 290-d de 02 de agosto de 1999, que atualizou o conceito de documento para as dimensões virtuais. Documento eletrônico, portanto, é aquele elaborado mediante processamento eletrônico de dados e, como tal, não deixa de ser um documento, embora elaborado por outra via. Desta forma, o primeiro requisito do Código se encontra preenchido.

Quanto ao segundo requisito, representação de uma situação jurídica homogênea, também se verifica seu cumprimento, posto tratar-se de direito de propriedade sobre um ativo digital, com alcances diferenciados, ou seja, conferem diferentes direitos. Além do mais, a oferta é pública, ou seja, os títulos são emitidos em massa, negociando-se quantidades padronizadas e não direitos individualizados.

CONCLUSÕES

O Howey Test hoje se aplica a qualquer contrato, esquema ou transação, independentemente de ter alguma das características de títulos típicos. Nem mesmo a tecnologia Blockchain e o advento dos criptoativos puderam tornar esse teste criado ainda em 1946, algo obsoleto.

A SCOTUS criou o teste apenas para resolver a problemática em torno do caso “SEC v. Howey Co” e com isso estabeleceu parâmetros para se reconhecer um contrato de investimento coletivo. A decisão se tornou algo maior que um simples precedente e influenciou o mercado de capitais de muitos países como no caso o Brasil e Portugal, além de ser uma ferramenta para evitar fraudes que possam se desdobrar em crises financeiras capazes de causar danos além do mercado.

A simplicidade e objetividade do Howey Test o torna aplicável em qualquer situação em que haja a desconfiança do regulador sobre determinado contrato ou token. Mesmo que a nomenclatura da oferta não traga a palavra security ou investimento, ela será descoberta por apenas três requisitos do teste. Se der tudo positivo, é de fato contrato de investimento, é security token e no caso brasileiro é sim uma espécie de valor mobiliário.

O papel fundamental desse teste atualmente é o de evitar novas crises. Assim como sucedeu em 1929 e 2008, a tokenização da economia se não for acompanhada de perto e utilizando os parâmetros trazidos pelo Howey Test, o que pode haver é um novo colapso econômico que resulte em desemprego em massa e miséria. Com isso, não bata ter a ferramenta, mas também a atitude de o Estado pontualmente fazer suas necessárias intervenções por meio de seus reguladores. Entranto, não cabe atuar de forma a sufocar o mercado, mas apenas de garantir o mínimo de segurança jurídica.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BRASIL. CVM. Instrução Normativa CVM N° 296/1998. Disponível em <http://conteudo.cvm.gov.br/legislacao/instrucoes/inst296.html>. Acessado em 29 de jan. 2021

BRASIL. Lei 10.303/2001. Disponível em http://www.planalto.gov.br/CCivil_03/Leis/LEIS_2001/L10303.htm. Acessado em 30 de jan. 2021

BRASIL. Lei 6.385/76. Disponível em http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/l6385.htm. Acessado em 30 de jan. 2021.

CLAYTON, Jay. Statement on Cryptocurrencies and Initial Coin Offerings. Disponível em: <https://www.sec.gov/news/public-statement/statement-clayton-2017-12-11>. Acessado em 30 de jan. 2021.

DALCASTEL, Marcia; SOUZA, Alexandre Magno Antunes de. O uso do stop order pela CVM nos investimentos em forex e criptoativos. Disponível em <https://portaldobitcoin.uol.com.br/o-uso-do-stop-order-pela-cvm-nos-investimentos-em-forex-e-criptoativos/>. Acessado em 02 de fev. 2021

DOWBOR, Ladislau. A crise financeira sem mistérios: Convergência dos dramas econômicos, sociais e ambientais. Disponível em: http://www.alterinfos.org/IMG/pdf/2009_Ladislau_Dowbor_A_crise_financeira_sem_misterios.pdf. Acessado em 25 de nov.2021.

GAILBRATH, John Kenneth. The Great Crash, 1929. 50th Anniversary Edition. Ed. Andre Deutsch: 1980.

GONZALEZ, Gustavo Machado. Processo Administrativo Sancionador CVM nº 19957.003406/2019-91. Disponível em https://www.gov.br/cvm/pt-br/as-suntos/noticias/ane-xos/2020/20201027_PAS_CVM_19957_003406_2019_91_voto_diretor_gustavo_gonzalez.pdf-9ea05f756b614752adb8b5f20380887. Acessado em 29 de jan. 2021.

LEWIS, Michael. *The Big Short: Inside the Doomsday Machine*. New York: Norton & Company. 2011.

OYEZ. Justices. Disponível em <https://www.oyez.org/justices>. Acessado em 30 de jan. 2021.

SANT'ANNA, Ivan. *1929 - Quebra da bolsa de Nova York: A história real dos que viveram um dos eventos mais impactantes do século*. 1ª ed. -Rio de Janeiro: Objetiva, 2014.

SHARMA, Toshendra Kumar. *Security Tokens vs. Utility Tokens: A Concise Guide*. Disponível em <https://www.blockchain-council.org/blockchain/security-tokens-vs-utility-tokens-a-concise-guide/#:~:text=A%20security%20token%20is%20an,economy%20within%20the%20project's%20blockchain>. Acessado em 31 de jan.2021.

PARK, James. *When Are Tokens Securities? Some Questions from the Perplexed*. Disponível em <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/12/20/when-are-tokens-securities-some-questions-from-the-perplexed/>. Acessado em 01 de fev. 2021.

USA. *Continental Marketing Corporation, Appellant, v. Securities and Exchange Commission, Appellee*, 387 F.2d 466 (10th Cir. 1967). Disponível em <https://law.justia.com/cases/federal/appellate-courts/F2/387/466/262007/>. Acessado em 30 de jan. 2021.

SEC. *Framework for "Investment Contract" Analysis of Digital Assets*. Disponível em <https://www.sec.gov/corpfin/framework-investment-contract-analysis-digital-assets>. Acessado em 31 de jan. 2021.

SEC. *Town of Oyster Bay, New York, Agrees to Settle SEC Charges* . Disponível em <https://www.sec.gov/litigation/litreleases/2019/lr24494.htm>. Acessado em 30 de jan. 2021

USA. *SEC v. Howey Co.*, 328 U.S. 293 (1946). Disponível em <https://supreme.justia.com/cases/federal/us/328/293/>. Acessado em 28 de jan. 2021.

_____. Disponível em <https://tile.loc.gov/storage-services/service/ll/usrep/usrep328/usrep328293/usrep328293.pdf>. Acessado em 28 de jan. 2021.

USA. SEC v. Belmont Reid, inc. 794 F.2d 1388 (9th Cir.1986) Disponível em https://casetext.com/case/sec-v-belmont-reid-co-inc?q=SEC%20v.%20Belmont%20Reid&PHONE_NUMBER_GROUP=P&sort=relevance&p=1&type=case. Acessado em 01 de jan. 2021.

USA. State v. Gopher Tire & Rubber Co., 146 Minn. 52 (Minn. 1920). Disponível em <https://www.ravellaw.com/opinions/5ad7659c99822ca137caa35591df5fbb>. Acessado em 01 de fev. 2021.

USA. Securities and Exchange Commission v. Bourbon Sales Corp., (W.D.KY.1942). Disponível em <https://www.casemine.com/judgment/us/5914a2abadd7b0493469c504>. Acessado em 30 de jan. 2021.