PROCESSO ADMINISTRATIVO SANCIONADOR CVM Nº 19957.021543/2024-75

Reg. Col. 3293/25

Acusados: Índico Ltda.; Amauri de Souza Porto Junior; Ramon da Silva de Nez

Assunto: Exercício da atividade de administração profissional de carteira de valores mobiliários sem prévia autorização da CVM. Infração ao art. 23 da Lei nº 6.385 c/c o art. 2º da Resolução CVM nº 21

Relator: Diretor João Accioly

MANIFESTAÇÃO DE VOTO

1. Acompanho as conclusões do voto proferido pelo Diretor Relator[1], mas gostaria de registrar algumas considerações complementares que se mostraram relevantes para o meu convencimento.

2. Em suas razões de defesa, os acusados sustentam, em síntese, que os recursos recebidos pela Índico decorreriam de contratos de investimento-anjo, por meio dos quais os investidores teriam aportado capital na sociedade para financiar o desenvolvimento de suas atividades empresariais. Nesse sentido, a defesa argumenta que os valores aportados passaram a integrar o patrimônio da Índico, que realizava investimentos em nome próprio, de modo que ela não exercia a administração de carteiras de terceiros.

3. No entanto, como demonstrado pelo Diretor Relator, o conjunto probatório revela que os recursos aportados eram efetivamente aplicados em valores mobiliários, mediante decisões discricionárias da Índico, em uma atividade exercida de forma habitual e remunerada, cujos resultados econômicos eram atribuídos individualmente aos investidores. Essas circunstâncias evidenciam que, na prática, a sociedade exercia a gestão profissional de recursos de terceiros, e não a mera administração de recursos próprios.

[1] Os termos iniciados em letras maiúsculas que não estiverem aqui definidos têm o significado que lhes é atribuído no relatório deste PAS.

4. Em complemento a esses fundamentos, gostaria de destacar dois aspectos que, a meu ver, reforçam a rejeição dessa tese. Em primeiro lugar, a relação estabelecida entre a Índico e o investidor E.M., nos termos do contrato celebrado em 20/04/2021 ("Contrato")[2], não se coadunava com o regime típico do investimento-anjo, mas revelava uma atividade de gestão discricionária dos recursos aportados. Em segundo lugar, conforme reconhecido pelo Colegiado em diversos precedentes, a realização de operações em nome de uma pessoa jurídica não afasta, por si só, a caracterização da administração de carteiras de terceiros, quando os investimentos são realizados por conta e no interesse dos investidores.

5. É sobre esses dois aspectos que passo a me manifestar a seguir.

I. DA ALEGADA CARACTERIZAÇÃO DO INSTRUMENTO UTILIZADO PELA ÍNDICO COMO UM CONTRATO DE INVESTIMENTO-ANJO

6. No ordenamento jurídico brasileiro, o investimento-anjo constitui uma modalidade de financiamento empresarial especial disciplinada, em particular, pelos arts. 61-A e seguintes da Lei Complementar nº 123/2006[3]. Nos termos desse regime, as microempresas e empresas de pequeno porte podem receber aportes de capital de investidores-anjo destinados especificamente a fomentar as suas atividades de inovação e seus investimentos produtivos.

7. Na prática, esses aportes são usualmente formalizados por meio de um contrato de participação, que deve especificar as finalidades do investimento e ter vigência não superior a sete anos, conforme o disposto no art. 61-A, §1º, da Lei Complementar nº 123/2006[4].

8. Diferentemente do investimento societário tradicional, os valores aportados pelo investidor-anjo não integram o capital social da empresa, cuja administração permanece sob a responsabilidade dos seus sócios regulares, conforme o disposto no art. 61-A, §3º, da Lei Complementar nº 123/2006[5]. O investidor-anjo, por sua vez, não adquire a condição de sócio

[2] Doc. nº 2229081.

[3] Tais dispositivos foram introduzidos pela Lei Complementar nº 155/2016 e posteriormente alterados pela Lei Complementar nº 182/2021, a qual instituiu o chamado Marco Legal das *Startups*.

[4] Art. 61-A [...] §1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos.

[5] Art. 61-A [...] § 3º A atividade constitutiva do objeto social é exercida unicamente por sócios regulares, em seu nome individual e sob sua exclusiva responsabilidade.

nem direitos de gerência ou voto sobre a sociedade investida, fazendo jus à remuneração e ao resgate de seu investimento nas condições previstas na legislação[6].

9. À luz dessas disposições legais, entendo que a denominação de "Contrato de Aporte de Capital Investidor Anjo" atribuída ao instrumento celebrado entre a Índico e o investidor E.M. não é suficiente para caracterizar a natureza jurídica da relação estabelecida entre as partes. Isso porque as suas disposições não apenas se afastavam dos requisitos legais próprios do investimento-anjo, mas também apresentavam características típicas da administração profissional de recursos de terceiros, em linha com as conclusões do Diretor Relator.

10. Nesse sentido, chama a atenção que a cláusula 1.1 do referido instrumento estabelecia expressamente que o aporte feito pelos investidores tinha por finalidade a realização de investimentos em ativos financeiros negociados no mercado de *foreign exchange* (forex)[7]. Em sentindo convergente, a sua cláusula 1.2 obrigava a Índico a empregar a totalidade dos valores recebidos exclusivamente para essa finalidade, sob pena de ressarcimento do investidor[8]. Assim, diferentemente do que sustenta a defesa, o Contrato não previa simplesmente o financiamento genérico das atividades empresariais da Índico, mas vinculava, de maneira clara e expressa, os recursos aportados à realização de operações financeiras específicas.

11. Essa conclusão é, ainda, reforçada pelo fato de que que os investidores não apenas entregavam recursos à sociedade, mas lhe conferiam poderes para decidir discricionariamente sobre sua aplicação, assumindo os riscos decorrentes das operações realizadas. Com efeito as

[6] Art. 61-A [...] § 4º O investidor-anjo: [...] III - será remunerado por seus aportes, nos termos do contrato de participação, pelo prazo máximo de 7 (sete) anos. [...] § 6º As partes contratantes poderão: I - estipular remuneração periódica, ao final de cada período, ao investidor-anjo, conforme contrato de participação; ou II - prever a possibilidade de conversão do aporte de capital em participação societária. § 7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, 2 (dois) anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma prevista no art. 1.031 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 (Código Civil), não permitido ultrapassar o valor investido devidamente corrigido por índice previsto em contrato.

[7] Nesse sentido: "o presente contrato tem por OBJETO o investimento de capital a Sociedade Investida, com a finalidade de investimentos em ATIVOS FINANCEIROS NEGOCIADOS EM FOREIGN EXCHANGE por parte da CONTRATADA de acordo com os termos e condições detalhados no contrato." (doc. nº 2229081, p. 1).

[8] Nesse sentido: "A SOCIEDADE INVESTIDA obriga-se a empregar a totalidade do Aporte exclusivamente para os fins aqui previstos, sob pena de responder, pessoal e solidariamente, pelo ressarcimento corrigido e integral do Aporte ao INVESTIDOR" (doc. nº 2229081, p. 1).

cláusulas 2.1[9] e 2.4[10] do Contrato autorizavam a Índico a realizar operações e investimentos por conta e ordem do contratante, sem qualquer interferência deste nas decisões de investimento. Ademais, a sua cláusula 2.3 esclarecia que os investimentos envolveriam operações em mercados de renda variável, com risco de perda de capital, inclusive da totalidade dos valores investidos[11].

12. A estrutura de remuneração prevista no Contrato também se afastava do regime jurídico do investimento-anjo vigente à época de sua celebração, em 20/04/2021. Nos termos da sua cláusula 5.1 e do seu Anexo I, os ganhos do investidor eram apurados mensalmente com base nos resultados das operações financeiras realizadas com os recursos por ele aportados, individualizados em cotas, sobre os quais incidia uma comissão de 30% em favor da Índico[12]. Essa sistemática diferia daquela prevista na legislação, segundo a qual a remuneração do investidor-anjo deveria corresponder aos resultados distribuídos pela sociedade investida, observado o limite de 50% de seus lucros[13]. Assim, além de vincular os ganhos do investidor ao desempenho de suas aplicações financeiras, e não aos lucros distribuídos pela sociedade, o Contrato previa uma remuneração à própria Índico pela gestão dos recursos que lhe haviam sido confiados.

---

[9] Nesse sentido: "A CONTRATANTE autoriza a Sociedade Investida a realizar, por sua conta e ordem, operações e investimentos em quaisquer áreas que for de seu interesse." (doc. nº 2229081, p. 1).

[10] Nesse sentido: "A CONTRATANTE deposita confiança plena nos serviços prestados pela CONTRATADA e não se imiscui, não opina e não emite juízo de valor a respeito da gestão de ativos financeiros realizadas pela CONTRATADA." (doc. nº 2229081, p. 1).

[11] Nesse sentido: "A CONTRATANTE é ciente que os investimentos efetuados pela CONTRATADA (i) envolvem operações em mercados financeiros de renda variável; (ii) envolvem risco de perda de capital, inclusive do valor total investido; (iii) envolvem custos operacionais cobrados pela corretora de foreign exchange contratada para a realização das operações no mercado financeiro." (doc. nº 2229081, p. 1).

[12] A cláusula 5.1 do Contrato estabelecia que os investimentos seriam remunerados conforme a apuração mensal do "PROFIT", após a dedução da provisão do Imposto de Renda, considerando a cota individual prevista no Anexo I. Este, por sua vez, previa, entre as atividades desempenhadas pela Índico, a apuração mensal dos resultados e o cálculo das remunerações das partes, com incidência de uma comissão de 30% sobre o "PROFIT" apurado, descontada a provisão do Imposto de Renda (doc. nº 2229081, pp. 2-3).

[13] Nesse sentido, o art. 61-A, §6º, da Lei Complementar nº 123/2006, na redação conferida pela Lei Complementar nº 155/2016, estabelecia que "[a]o final de cada período, o investidor-anjo fará jus à remuneração correspondente aos resultados distribuídos, conforme contrato de participação, não superior a 50% (cinquenta por cento) dos lucros da sociedade enquadrada como microempresa ou empresa de pequeno porte". O §4º, inciso III, do mesmo artigo estabelecia, ainda, que a remuneração poderia ocorrer pelo prazo máximo de cinco anos. Ambos os dispositivos foram posteriormente alterados pela Lei Complementar nº 182/2021, que passou a admitir remuneração periódica conforme o contrato de participação ou a possibilidade de conversão do aporte em participação societária, além de ampliar para sete anos o prazo máximo de remuneração.

13. Outra incompatibilidade diz respeito à duração e às condições de encerramento da relação contratual. Nesse sentido, enquanto o art. 61-A, §§ 1º e 7º, da Lei Complementar nº 123/2006 estabelecia prazo máximo de sete anos para a vigência do contrato de participação e condicionava o exercício do direito de resgate ao transcurso de, no mínimo, dois anos do aporte[14]; as cláusulas 7.1 e 8.1 do referido instrumento previam sua vigência por prazo indeterminado e admitiam a rescisão imotivada por qualquer das partes, a qualquer momento, mediante aviso prévio de trinta dias[15].

14. Embora a rescisão contratual não se confunda necessariamente com o exercício do direito de resgate, essas disposições constituem elementos adicionais que reforçam o entendimento de que o instrumento não só não equivalia, **em sua substância econômica**, a um investimento-anjo, como também não foi estruturado segundo as condições próprias desse regime jurídico.

II. DA REALIZAÇÃO DAS OPERAÇÕES EM NOME DA ÍNDICO E DA CARACTERIZAÇÃO DA ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS DE TERCEIROS

15. Por sua vez, também não merece acolhimento o argumento da defesa de que a realização das operações em contas de titularidade da Índico afastaria a caracterização do exercício irregular da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários.

16. Isso porque, nos termos do art. 23 da Lei nº 6.385/1976, a caracterização da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários não exige que as operações sejam realizadas em contas de titularidade dos investidores, mas que os recursos sejam administrados por sua conta. O que importa, portanto, é verificar em benefício de quem são

[14] Art. 61-A. [...] §1º As finalidades de fomento a inovação e investimentos produtivos deverão constar do contrato de participação, com vigência não superior a sete anos. [...] §7º O investidor-anjo somente poderá exercer o direito de resgate depois de decorridos, no mínimo, dois anos do aporte de capital, ou prazo superior estabelecido no contrato de participação, e seus haveres serão pagos na forma do art. 1.031 da Lei nº 10.406, de 10 de janeiro de 2002 - Código Civil, não podendo ultrapassar o valor investido devidamente corrigido.

[15] A cláusula 7.1 do Contrato estabelecia que "[e]ste instrumento é válido por prazo indeterminado, vigendo até a finalização do serviço, ou contratado, ou encerramento do contrato". Por sua vez, a cláusula 8.1 previa que "[p]oderá o presente instrumento ser rescindido por qualquer das partes, em qualquer momento, sem que haja qualquer tipo de motivo relevante, respeitando-se um período mínimo de trinta dias, devendo então somente ser finalizadas e pagas as etapas que já estiverem em andamento" (doc. nº 2229081, p. 2).

realizadas as operações e a quem são atribuídos os riscos e resultados econômicos delas decorrentes.

17. Essa distinção já foi reconhecida pelo Colegiado em diversos precedentes. No PAS CVM nº RJ2012/9490[16], o Colegiado afastou a alegação de que a utilização de sociedades em conta de participação e a realização de operações em nome da pessoa jurídica descaracterizariam a gestão de recursos de terceiros. Naquela ocasião, a Diretora Relatora considerou determinante que os investimentos fossem realizados com recursos e no interesse dos investidores, que assumiam os riscos das operações, concluindo que a estrutura societária apenas constituía o mecanismo utilizado para a prestação dos serviços de administração de carteiras.

18. Na mesma linha, no PAS CVM nº RJ2017/4214[17], o Colegiado reconheceu a caracterização da administração irregular de carteiras apesar de os investimentos terem sido realizados por intermédio de uma sociedade constituída no exterior. Naquele precedente, o Diretor Relator concluiu que a utilização de um veículo societário não afastava a incidência da regulamentação da CVM quando demonstrado que os recursos eram administrados profissionalmente por conta e no interesse da investidora.

19. Mais recentemente, o referido entendimento foi adotado no âmbito do julgamento do PAS CVM nº 19957.001483/2020-41[18]. Na oportunidade, o Colegiado reconheceu que, embora determinada sociedade realizasse operações em nome próprio, ela não administrava recursos próprios, mas valores aportados pelos investidores para aplicação no mercado de valores mobiliários.

20. A meu ver, os fundamentos adotados nesses precedentes são igualmente aplicáveis ao presente caso.

21. Como visto, o Contrato e as comunicações constantes dos autos[19] demonstram que os valores aportados pelos investidores eram confiados à sociedade para aplicação em mercados financeiros, mediante decisões discricionárias, remuneração por desempenho e atribuição dos

[16] Dir. Rel. Luciana Dias, j. em 10/03/2015.
[17] Dir. Rel. Carlos Rebello, j. em 22/10/2019.
[18] Dir. Rel. Otto Lobo, j. em 25/03/2025.
[19] Docs. nº 2229083 e 2229088.

resultados econômicos aos respectivos investidores. Não se tratava, portanto, da mera administração de recursos próprios da Índico, mas de uma atividade de gestão profissional de recursos de terceiros, ainda que executada por intermédio de uma pessoa jurídica.

III. CONCLUSÃO

22. Diante do exposto, entendo que a atividade desenvolvida pela Índico não correspondia a uma operação típica de investimento-anjo, mas à prestação profissional de serviços de administração de recursos de terceiros. Nesse contexto, nem a denominação atribuída aos contratos nem a utilização de uma pessoa jurídica para receber os aportes e executar as operações são suficientes para afastar a incidência da imputação ora analisada.

23. Dessa forma, acompanho o voto do Diretor Relator pela **condenação** da Índico Ltda., de Amauri de Souza Porto Junior e de Ramon da Silva de Nez pelo exercício irregular da atividade de administração profissional de carteiras de valores mobiliários, em infração ao art. 23 da Lei nº 6.385/1976 e do art. 2º da Resolução CVM nº 21/2021.

É como voto.

Rio de Janeiro, 3 de novembro de 2026.

Marina Copola
Diretora