



SÉRIE O BTG POR DENTRO

1

A herança de uma ideia

De Lemann a Esteves: a origem do modelo de sociedade

Jorge Paulo Lemann gostava de dizer que o funcionário ideal era "pobre, inteligente e com profundo desejo de enriquecer". Três décadas depois, num banco que ele nunca dirigiu, André Esteves brincava que a qualificação perfeita para vencer ali era um "PhD", sigla, na sua versão, para Poor, Hard-working and Desperate: pobre, trabalhador e desesperado para ficar rico. As duas frases não se parecem por acaso. São o mesmo credo, repetido por dois homens separados por uma geração, ligados por uma linhagem que poucos no Brasil conhecem inteira. Entender a partnership do BTG Pactual, o modelo de sociedade que o banco apresenta como o segredo do seu sucesso, exige recuar até bem antes do BTG existir, até o momento em que um brasileiro voltou de Nova York com uma ideia copiada do Goldman Sachs.

A viagem de uma ideia

A história costuma ser contada a partir de 2009, quando Esteves e um grupo de sócios recompraram o antigo Pactual do banco suíço UBS e fundaram o Banco BTG Pactual. Mas o DNA é mais velho. Em 1971, Lemann fundou a corretora Garantia. Entre seus sócios estava Luiz Cezar Fernandes, que durante aquele período estagiou no JPMorgan e no Goldman Sachs e voltou impressionado com um arranjo então exótico no Brasil: a sociedade de profissionais, em que os funcionários de melhor desempenho não recebem apenas bônus, mas se tornam donos do negócio. Fernandes empurrou os sócios a transformar a corretora em banco, e em 1976 nasceu o Banco Garantia, apelidado, com o tempo, de "o Goldman Sachs brasileiro".

O Garantia operava como uma meritocracia de rigor incomum. Hierarquia contava menos que resultado; quem performava subia, viesse de onde viesse. Em 1982, atritos levaram os sócios a romper com Fernandes. No ano seguinte, ele fundou o Pactual, financiando dois jovens economistas para acompanhá-lo, André Jakurski e Paulo Guedes, o nome do banco vem das iniciais de Paulo, André e Cezar. Foi nesse Pactual que André Esteves entrou em 1989, como analista de sistemas, antes de migrar para a mesa de renda fixa e, anos depois, tornar-se o sócio-gestor que conduziria a recompra ao UBS e a criação do BTG.

A linhagem, portanto, é direta e carregada por pessoas, não por coincidência: Goldman Sachs inspira o Garantia através de Luiz Cezar Fernandes; o Garantia gera o Pactual; o Pactual vira BTG. E há um ramo paralelo igualmente célebre. Lemann, Marcel Telles e Carlos Alberto Sicupira, o trio que controlou o Garantia, fundaram em 1993 a GP Investimentos e, mais tarde, a 3G Capital, o veículo que construiu a AmBev, comprou a Anheuser-Busch e a Heinz, e exportou para a cervejaria mundial a mesma cultura de meritocracia, corte de custos e sociedade que nascera no banco. O modelo do BTG, visto assim, não é uma invenção de Esteves. É um capítulo de uma ideia que atravessou cinquenta anos da elite financeira brasileira.

O que a partnership realmente é

Boa parte do que se escreve sobre o assunto se perde em abstrações, "meritocracia", "alinhamento", "pele no jogo". A mecânica concreta é mais interessante, e o estudo de caso que a Harvard Business School publicou sobre o BTG em 2013 a descreve em detalhe. A engrenagem central não é uma virtude vaga, mas uma regra contábil: os sócios compram e vendem sua participação pelo valor patrimonial, o book value, e nunca pelo preço de mercado. O efeito é que o sócio enriquece devagar, ano após ano, à medida que o lucro retido eleva o valor do livro, e não num evento súbito de liquidez. Para reforçar isso, o banco mantinha uma "opção de compra" sobre as cotas: podia recomprar a book value a participação de quem performasse mal, abrindo espaço para promover os novos.

Os números do desenho, no fim de 2011, eram eloquentes. Cento e sessenta e três sócios controlavam 84% do banco, mas todos os 1.311 funcionários eram tratados, e cobrados, como se já fossem ou aspirassem a ser sócios. O salário era deliberadamente fixado abaixo do mercado; o que criava riqueza era o bônus e, sobretudo, a variação anual do equity, que para um sócio podia valer de oito a dez vezes o bônus. O fundo de bônus equivalia a 25% da receita menos custos, metade do que praticavam os grandes bancos globais. E, como a maioria dos novos sócios não tinha dinheiro para comprar sua cota, o próprio banco emprestava os recursos, quitados depois com bônus e dividendos. O capital funcionava como um cabo de aço prendendo o talento à instituição.

Por que um arranjo assim funcionaria? A melhor resposta não vem do BTG, mas de um par de economistas que nunca o estudaram. Em 2004, Alan Morrison e William Wilhelm publicaram na *American Economic Review* um modelo formal das sociedades de profissionais. O argumento: em setores movidos por capital humano tácito, relações de cliente, reputação, o "ofício" de fazer banco, é impossível contratar o esforço de um sênior para treinar a próxima geração. A partnership resolve isso amarrando capital humano e financeiro. Como a participação é ilíquida e a reputação coletiva, o sócio precisa permanecer até que os clientes descubram sua qualidade; quem é incompetente recusa a sociedade, sabendo que a reputação cairia antes de ele sair e geraria perda de capital. Só os bons aceitam, e, para garantir mercado às próprias cotas, treinam os juniores. Morrison e Wilhelm chegam a citar, como exemplo clássico do mecanismo, a regra de comprar e vender cotas a book value, usada na McKinsey de Marvin Bower e na Goldman até 1996. É, palavra por palavra, a regra do BTG, descrita academicamente anos antes de o BTG existir.

O paradoxo do sócio listado

Se a partnership depende de iliquidez e opacidade, abrir o capital deveria destruí-la. Esteves sabia disso. No estudo da Harvard, ele observa, com desconfiança, que os grandes bancos de investimento americanos, Bear Stearns, Morgan Stanley, Lehman, Goldman, abriram capital entre os anos 1980 e 1990 e, na sua leitura, viram a cultura apodrecer, o que os levou aos riscos excessivos que estouraram em 2008. Os mesmos Morrison e Wilhelm, num segundo artigo de 2008, deram a esse fenômeno uma teoria: as sociedades de banco de investimento abandonaram a partnership porque o avanço tecnológico codificou o que antes era conhecimento artesanal, esvaziando a lógica do modelo.

O BTG abriu capital em 2012 assim mesmo, precisava de capital para crescer, mas tentou um truque de engenharia societária para driblar o destino que a teoria considerava quase inevitável. Criou duas classes de ação: a Classe A, negociada em bolsa pelos investidores; e a Classe B, dos sócios, comprada e vendida ainda a book value, através de uma holding. O público compra "units", os sócios seguem presos ao valor do livro, e o controle permanece concentrado. Foi uma aposta explícita: manter a partnership funcionando dentro de uma empresa listada. Se Morrison e Wilhelm estiverem certos, é uma aposta contra a gravidade. Saber se ela se sustenta no longo prazo é, talvez, a pergunta de pesquisa mais original que o caso do BTG oferece, e ninguém a respondeu.

O teste

Modelos de gestão se contam bonitos no papel; o que vale é o dia em que tudo dá errado. Para o BTG, esse dia foi 25 de novembro de 2015, quando André Esteves foi preso por ordem do Supremo Tribunal Federal, no âmbito da Lava Jato. A acusação não envolvia o banco, e Esteves seria mais tarde absolvido, mas o mercado não esperou. As ações caíram 40% no intradia. Investidores e depositantes correram para sacar os certificados de depósito que financiavam a operação diária do banco, uma fuga que, segundo o estudo que o Programa de Estabilidade Financeira de Yale publicou em 2025, chegou a quase 60% dos ativos líquidos. Um banco fundeado majoritariamente por captação de curto prazo viu o chão sumir em dias.

O que aconteceu em seguida é a partnership saindo da teoria e entrando num contrato. Em 2 de dezembro, os sete maiores acionistas assumiram o controle, trocando suas ações preferenciais pelas ordinárias de Esteves. Dois dias depois, o Fundo Garantidor de Créditos abriu uma linha de socorro de até R\$ 6 bilhões, 120% colateralizada pela carteira de crédito do banco, e garantida pessoalmente pelos sete maiores sócios. Entre as condições impostas estava a suspensão dos empréstimos que o banco concedia aos próprios sócios para comprar equity. Repare na simetria: o mesmo mecanismo de "pele no jogo" descrito no caso da Harvard apareceu, na crise, dos dois lados do resgate, congelado para os sócios de baixo, acionado, com assinatura pessoal, para os de cima. O slogan de Esteves, de que "os sócios são os guardiões da cultura", virou uma garantia firmada num contrato bilionário.

O banco sacou R\$ 5 bilhões da linha e quitou tudo em dez meses, até outubro de 2016. A leitura do episódio, porém, admite duas direções, e um texto honesto não escolhe preguiçosamente entre elas. De um lado, a resiliência: sócios com quase todo o patrimônio preso em cotas ilíquidas não tinham para onde fugir, e seguraram o banco em vez de abandoná-lo. De outro, a fragilidade: um modelo tão concentrado num único homem que a prisão dele basta para gerar uma corrida bancária é, por definição, exposto ao risco-chave-homem. A "cultura como ferramenta de gestão de risco" que Esteves celebrava não cobriu justamente o maior risco, ele próprio. Que o BTG tenha sobrevivido e, uma década depois, se tornado o banco mais rentável do país, com lucro de quase R\$ 17 bilhões e retorno sobre o patrimônio perto de 27% em 2025, é fato. Se isso prova a robustez do modelo ou apenas registra a sorte de um sobrevivente, é outra discussão.

O contraditório

Há ainda uma terceira voz, que nem o caso da Harvard nem o paper de Yale incluem, e que vale ouvir porque é a única produzida sem a cooperação das empresas envolvidas. No Brasil, a literatura acadêmica que estuda essa cultura de perto não está em finanças, mas na sociologia e na educação, e é majoritariamente crítica. Em chave gramsciana, esses trabalhos tratam a meritocracia do grupo Lemann como ideologia: um discurso que "vende casos particulares como possibilidade para todos", naturalizando desigualdades estruturais ao apresentar a ascensão do "pobre, inteligente e desesperado" como mérito puro, descolado de origem e classe. Lembrem, por exemplo, que em três décadas de Garantia apenas cerca de quarenta pessoas chegaram à sociedade, número que a crítica usa para questionar o tamanho real da promessa.

Não é preciso comprar inteira a leitura crítica para reconhecer que ela ilumina um ponto cego. O modelo é, ao mesmo tempo, uma máquina notável de alinhar incentivos e uma narrativa poderosa sobre quem merece o quê. Trata-lo só como engenharia financeira ignora seu funcionamento como ideologia; tratá-lo só como ideologia ignora que ele, de fato, produziu alguns dos negócios mais bem-sucedidos do país. A tensão entre as duas coisas é o que torna o tema digno de um ensaio, e não de um folheto.

A pergunta em aberto

A ideia que Luiz Cezar Fernandes trouxe do Goldman Sachs nos anos 1970 sobreviveu a uma cisão, à venda do Garantia, a um IPO que a teoria dizia que a mataria e a uma quase-falência em 2015. Reaparece hoje no banco mais rentável do Brasil e na maior cervejaria do mundo. Essa longevidade é o melhor argumento a seu favor, e também a fonte da sua principal dúvida. É possível industrializar a meritocracia, replicá-la de um banco para uma cervejaria, de uma geração para a seguinte, sem que ela deslize da regra contábil engenhosa para o mito conveniente que os críticos denunciam? Cinquenta anos depois da viagem de Fernandes a Nova York, a resposta ainda depende de quem conta a história, e de qual dos lados do contrato de resgate a pessoa estava.

FONTES

Paul Healy, "BTG Pactual: Preserving a Partnership Culture", Harvard Business School (2013); Vincient Arnold, "Brazil: Banco BTG Pactual Emergency Liquidity Program, 2015", Journal of Financial Crises, Yale (2025); Alan Morrison e William Wilhelm, "Partnership Firms, Reputation, and Human Capital", American Economic Review (2004) e "The Demise of Investment-Banking Partnerships", Journal of Finance (2008); Cristiane Correa, "Sonho Grande" (2013); literatura crítica brasileira sobre o conglomerado Lemann (sociologia e educação). Detalhes e links no dossiê de pesquisa.

Acompanhe as próximas publicações da série sobre arquitetura societária no portal societário da GPF Advogados.

PORTAL
SOCIETÁRIO

Autoria e responsabilidade: Cláudio Pedreira de Freitas · GPF Advogados,
prática societária. Pesquisa, redação e ilustrações produzidas com apoio de
ferramentas de inteligência artificial, sob direção e revisão do autor, que
responde pelo conteúdo. Estudo independente, baseado em documentos públicos;
não constitui opinião legal nem recomendação de investimento.