



2

A engrenagem

Book value, pool e pontos: a mecânica dos incentivos

"Meritocracia" é uma das palavras mais gastas do vocabulário corporativo, e quase ninguém que a usa sabe explicá-la como mecanismo. No BTG Pactual, ela não é um valor afixado na parede, é uma máquina com peças, e cada peça existe para resolver um problema concreto que toda sociedade de profissionais enfrenta. Uma partnership precisa fazer quatro coisas ao mesmo tempo: convencer as pessoas a agir como donas, descobrir quem de fato presta, impedir que o sistema apodreça com o tempo e evitar que os próprios donos relaxem. O que o caso da Harvard Business School descreve, quando lido de perto, é um conjunto de regras desenhadas para cada um desses quatro problemas. Mas antes de desmontar a engrenagem peça por peça, vale isolar a peça que faz todas as outras girar.

A peça central: o dono e o empregado na mesma pessoa

Numa empresa comum de capital aberto existe uma divisão de trabalho silenciosa e profunda. De um lado está o acionista, que põe o dinheiro e quer retorno; do outro, o funcionário, que põe o talento e quer salário. São pessoas diferentes, com interesses que só se encontram por contrato, e é dessa separação que nasce quase todo conflito da corporação moderna, do executivo que infla o resultado de curto prazo para garantir o bônus ao gestor que insiste num projeto ruim para proteger o próprio cargo. Décadas de teoria de governança e bibliotecas inteiras sobre o "problema do agente e do principal" existem para administrar essa fenda entre quem arrisca o capital e quem opera o negócio.

A partnership faz uma coisa simples e radical: elimina a fenda. O dono e o empregado passam a ser a mesma pessoa. Quem decide arriscar o capital é exatamente quem perde se der errado; quem colhe o lucro é quem o produziu. O alinhamento deixa de depender de cláusula contratual e passa a ser estrutural, não porque os sócios sejam mais virtuosos que os executivos de uma empresa qualquer, mas porque o desenho não lhes oferece a opção de serem mercenários. Essa fusão é a peça central de todo o resto. As outras regras da partnership existem para protegê-la.

Fundir as duas figuras, no entanto, não basta. Se o sócio pudesse vender sua parte a qualquer momento, pelo preço de mercado, a fusão duraria só até aparecer uma oferta melhor, e o talento se venderia ao maior lance no dia seguinte. É aqui que entra a regra contábil que define o BTG, e que merece ser explicada com calma, porque é central e enganosa: a participação do sócio é ilíquida e negociada pelo valor patrimonial, o book value, nunca pelo preço de mercado.

O que é, afinal, o book value de um banco? Em essência, é o patrimônio líquido dividido pelo número de ações, o que sobra quando se subtrai tudo o que o banco deve de tudo o que ele tem. Num banco, esse número é mais concreto do que numa empresa comum. A maior parte do que um banco possui e deve são ativos financeiros, títulos, empréstimos, derivativos, marcados a valores próximos do mercado, e não galpões, máquinas ou marcas avaliados por critérios contábeis frouxos. Por isso o valor patrimonial de um banco é uma medida razoavelmente fiel do seu "valor de liquidação": quanto sobraria se ele fechasse as portas hoje e acertasse as contas. O que esse número não captura é o valor da franquia, a capacidade de gerar lucro no futuro, a marca, a carteira de clientes, o time montado. Esse prêmio, a diferença entre o preço de mercado e o valor patrimonial, é precisamente o que um comprador paga a mais por um banco vivo. E é precisamente o que o sócio do BTG abre mão. No IPO de 2012, as ações foram vendidas ao público a duas ou três vezes o valor patrimonial; internamente, o sócio seguiu comprando e vendendo a uma vez. Essa diferença não é um detalhe de contabilidade. É o cadeado.

Foi exatamente esse arranjo que Alan Morrison e William Wilhelm formalizaram, em 2004, num modelo das sociedades de profissionais. A engenhosidade da partnership, mostram eles, é amarrar capital humano e financeiro numa mesma pessoa de tal forma que ela não possa separá-los, e, como a participação é ilíquida, o sócio precisa permanecer até que o tempo revele sua qualidade. Os autores notam que firmas de capital aberto tentam imitar o efeito com "ações restritas que só vestem com a permanência, às vezes com a empresa emprestando o dinheiro para o executivo comprá-las". É a descrição exata do que o BTG faz, escrita anos antes de o banco existir. Com a peça central no lugar, podemos abrir a máquina.

Problema um: fazer o funcionário agir como dono

A fusão entre dono e empregado precisa ser sentida no bolso, não só no organograma. É fácil dizer a um funcionário que ele deve "vestir a camisa"; é difícil fazê-lo agir, no dia a dia, como se o dinheiro em jogo fosse seu. O BTG resolve isso construindo a riqueza do sócio inteiramente em cima do book value. Como o sócio só ganha quando o valor patrimonial cresce, ninguém enriquece de um golpe: a fortuna se acumula devagar, ano após ano, conforme o lucro retido eleva o valor do livro. Quem quer ganhar muito precisa que o banco valha mais daqui a dez anos, e não que a ação suba na sexta-feira.

O resto da remuneração reforça o recado. O salário é fixado deliberadamente abaixo do mercado, porque o dinheiro de verdade não está ali, está no bônus e, sobretudo, na variação anual do equity, que para um sócio podia valer de oito a dez vezes o tamanho do bônus. O dinheiro fácil é pequeno; o dinheiro grande exige paciência e permanência. E há um detalhe que sela o desenho: como a maioria dos novos sócios não tem capital para comprar sua cota, o próprio banco empresta os recursos, quitados depois com bônus e dividendos futuros. O sócio entra, portanto, devendo ao banco, e só se livra da dívida ficando e performando. O capital deixa de ser recompensa e vira âncora.

Problema dois: descobrir quem presta

De nada adianta amarrar o talento se a empresa não souber quem é talentoso. O segundo problema é informacional: como medir, num negócio em que o produto é intangível, quem realmente entrega? O BTG montou para isso uma máquina de avaliação de rigor quase industrial. Todo ano, cada funcionário é avaliado e recebe uma de quatro notas: Insatisfatório, reservado a quem está prestes a ser demitido; Satisfatório, para a maioria, entre 60% e 70%; Mais que Satisfatório, para cerca de 35%; e Excelente. Os sócios seniores então afunilam os "Excelentes" até restarem por volta de 2,5% da empresa, 31 pessoas em 2011. Para um funcionário sênior, receber essa nota era, em geral, a antessala do convite para a sociedade.

A parte mais interessante do sistema é a que ninguém vê. Qualquer funcionário podia escrever, em sigilo, uma "Free Evaluation" sobre qualquer outro, uma nota espontânea, positiva ou negativa, enviada à liderança da área. Em 2011 foram quase quatro mil dessas avaliações, quase todas positivas. O detalhe importa: num banco onde a hierarquia formal conta menos que o resultado, a reputação de cada um é construída e vigiada horizontalmente, pelos pares, e não só de cima para baixo. O fundo de bônus que premia tudo isso equivale a 25% da receita menos custos, metade do que praticam os grandes bancos globais, o que mantém a estrutura enxuta e força a disputa interna a ser por fatia de um bolo deliberadamente menor.

Aqui, de novo, a teoria ilumina o desenho. Morrison e Wilhelm argumentam que a partnership é "operacionalmente opaca" por necessidade: ela esconde do mercado externo a qualidade individual de cada funcionário, mantendo essa informação como ativo proprietário. O único sinal público que ela emite é discreto e binário, você foi ou não foi convidado a ser sócio. Toda a maquinaria interna de notas, funis e avaliações confidenciais serve para que essa decisão única, quando chega, seja precisa. A meritocracia do BTG não é um discurso sobre esforço; é um sistema de informação sobre quem merece virar dono.

Problema três: impedir que o sistema apodreça

Toda meritocracia tende a ossificar. Os que chegaram ao topo têm todo o incentivo de fechar a porta atrás de si, transformando mérito em senioridade e a sociedade num clube. O terceiro problema é justamente esse, e a solução do BTG é desconfortável: a participação de cada sócio é reavaliada e realocada todo ano, segundo o desempenho. Ninguém tem sua fatia garantida. Para que haja espaço para promover gente nova sem diluir os investidores externos, o banco adota uma regra de soma quase zero, cada cota dada a um novo sócio precisa ser casada com a redução da cota de um sócio que sai ou que performou mal. Em 2011, para abrir lugar aos novatos, seis sócios foram comprados de volta e nove tiveram sua participação reduzida.

O instrumento que torna isso possível é uma cláusula que parece pequena e é decisiva: o banco mantém uma "opção de compra" sobre as cotas de qualquer sócio, exercível ao valor patrimonial. Em bom português, a sociedade pode recomprar, barato, a book value, a participação de quem deixou de entregar. O sócio também tem uma opção de venda simétrica, podendo devolver suas cotas ao banco pelo mesmo valor, com limites. A frieza do arranjo é o ponto. Numa empresa normal, demitir um executivo sênior e diluir sua participação é caro e litigioso; numa partnership desenhada assim, podar quem parou de produzir é uma operação contábil rotineira. A crueldade não é um efeito colateral, é o que mantém a promessa de mérito crível para quem está subindo.

Problema quatro: impedir que os donos relaxem

O quarto problema é o espelho do primeiro. Tendo transformado os melhores em donos, como evitar que eles passem a se comportar como aristocratas? O BTG ataca isso por vários flancos, todos simbólicos e práticos ao mesmo tempo. A política de despesas é a mesma para todos: se um sócio quer voar de primeira classe ou jantar acima do permitido, paga a diferença do próprio bolso, e o caso conta, com algum orgulho, como a secretária de um sócio reorganizou as passagens de quarenta deles e economizou oitenta mil dólares. Os escritórios são de "arquitetura aberta", sem salas; Esteves e o então número dois, Roberto Sallouti, sentavam lado a lado com os traders no pregão de São Paulo. E os sócios com cargo de gestão continuavam operando e atendendo clientes, o modelo que internamente chamavam de "jogador-treinador", para que gerir nunca virasse um cargo de quem deixou de produzir.

Há aqui um limite que a teoria expõe e que o próprio modelo carrega como condenação. Morrison e Wilhelm mostram que a mentoria, o sócio sênior treinando o júnior, sofre de um problema de carona: cada um prefere que os outros treinem. Isso impõe um teto natural ao tamanho de uma partnership e, com ele, à quantidade de capital físico que ela consegue absorver. Uma sociedade não comporta investimentos pesados, porque eles só seriam aproveitados por um número de sócios menor que o ótimo. É exatamente essa tensão, entre a lógica artesanal da sociedade e a fome de capital de um banco que quer crescer, que empurraria o BTG para o IPO de 2012, e que faz do modelo, segundo os autores, algo historicamente fadado a ceder. O BTG apostou que conseguiria adiar esse destino mantendo a regra de book value mesmo depois de listado. Se ganhou a aposta, ainda é cedo para dizer.

A elegância e o seu preço

Desmontada peça por peça, a partnership do BTG impressiona pela coerência. Cada regra resolve um problema, e as regras se sustentam mutuamente: a iliquidez só funciona porque há uma máquina de avaliação que justifica quem entra; a avaliação só tem dentes porque a realocação anual ameaça quem para; a realocação só é barata porque existe a opção de compra a book value. É um relógio, não um slogan. Mas vale terminar onde a crítica começa. A mesma engrenagem que alinha incentivos é também um filtro que decide quem merece enriquecer, e ela decide para muito poucos. Em trinta anos do Banco Garantia, o ancestral dessa cultura, apenas cerca de quarenta pessoas chegaram à sociedade. O mecanismo que faz o talento agir como dono é o mesmo que concentra a propriedade num punhado de escolhidos, e a literatura crítica brasileira tem razão ao perguntar quanto da "meritocracia" é medida de desempenho e quanto é uma narrativa sobre quem pertence. Entender a máquina não dispensa essa pergunta, apenas permite fazê-la com precisão, sabendo exatamente quais peças se está julgando.

FONTES

Paul Healy, "BTG Pactual: Preserving a Partnership Culture", Harvard Business School (2013); Alan Morrison e William Wilhelm, "Partnership Firms, Reputation, and Human Capital", American Economic Review (2004). Números (notas de desempenho, fundo de bônus, opções a book value, realocação de cotas) extraídos do caso da HBS. Continuação do primeiro capítulo, "A herança de uma ideia".

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.