



3

A arquitetura

As camadas societárias que sustentam a partnership

Uma cultura de sociedade pode viver de aperto de mão enquanto a empresa é pequena e fechada. Mas um aperto de mão não sobrevive a um IPO, a uma corrida bancária ou à briga de um sócio que sai magoado. O que sobrevive a tudo isso é estrutura: pessoas jurídicas, classes de ação, acordos assinados, cláusulas que se acionam sozinhas quando a confiança falha. Depois da ideia da partnership e da mecânica dos seus incentivos, falta o esqueleto jurídico que sustenta os dois, e é nele que aparecem também os custos do modelo: para quem compra a ação na bolsa, para o cliente que investe ao lado do banco, para o minoritário que paga pelo crescimento sem nunca tocar no controle. A estrutura não é apenas engenhosa; ela é desenhada para concentrar, e concentrar tem preço.

As duas holdings: para que serve cada uma

O primeiro engano é imaginar que o BTG é uma empresa só. São, no mínimo, três encaixadas, e entender por que existem duas holdings, e não uma, é entender o desenho inteiro. Na base está o Banco BTG Pactual S.A., a instituição financeira que opera, empresta e tem ações na bolsa. As outras duas existem para responder a duas perguntas distintas: quem é dono da economia e quem manda.

A BTG Pactual Holding responde à primeira. É o veículo que reúne as participações dos cerca de 410 sócios e concentra a fatia do banco que pertence à partnership. É ali que vivem o mercado interno de cotas a valor patrimonial, a realocação anual de participações, a economia da sociedade. Pelos números de uma das entidades da estrutura, essa holding detém em torno de 90% das ações ordinárias do banco, 100% de uma classe de preferenciais e cerca de 38% das demais preferenciais, o que soma perto de dois terços do capital total. A distância entre esses dois números é o ponto: quase todo o voto, mas só dois terços da economia.

A BTG Pactual G7 Holding responde à segunda pergunta. É a holding de topo, e é por meio dela que o grupo de controle, o núcleo de sete sócios que dá nome ao "G7", comanda a BTG Pactual Holding e, por consequência, o banco. Não se trata de redundância: a primeira holding distribui a economia entre os 410; a segunda tranca o controle nas mãos de sete. Os 410 são donos de uma fatia do resultado; sete decidem o que o banco faz. As duas camadas existem justamente para que essas duas coisas, propriedade ampla e comando estreito, não se confundam. É uma separação deliberada entre ter parte e ter poder.

As ações, as units e a escolha do Nível 2

Na bolsa o banco tem três papéis: BPAC3, a ordinária, que vota; BPAC5, a preferencial, que em regra não vota; e BPAC11, a unit, um pacote de uma ordinária e duas preferenciais que é, de longe, o mais negociado. Quem compra BTG na bolsa quase sempre compra units, e portanto compra dois terços de ação sem voto. É assim que se forma a cunha entre voto e economia: o público financia o banco comprando sobretudo papel sem voto, enquanto o voto se acumula na holding dos sócios. No desenho montado para o IPO de 2012, a holding ficou com cerca de 75% do capital e mais de 83% dos votos, e André Esteves comandava a própria holding com um controle interno que lhe dava o leme detendo, em economia, algo perto de 23% do banco. Minoria do dinheiro, maioria do poder.

Não é acidente, é opção registrada em cartório. O BTG é listado no Nível 2 da B3, e não no Novo Mercado, o segmento de governança mais alto, que exige uma ação, um voto, e proíbe justamente a estrutura de preferenciais que sustenta o controle do banco. Ao escolher o Nível 2, o banco abriu mão voluntariamente do selo de governança mais exigente do país para manter o leme preso aos sócios. A troca favorece o controlador: o minoritário ganha exposição ao lucro de um banco excepcionalmente rentável, mas abre mão de voz sobre como esse banco é dirigido. Quem considera a rentabilidade boa o bastante aceita o arranjo; quem valoriza direito de voto procura outro papel. O que a estrutura não é, é neutra, ela foi desenhada para que o capital de fora pague a conta do crescimento sem disputar o comando.

O mercado interno a book value, e o que não se sabe dele

É dentro da BTG Pactual Holding que mora o coração jurídico da partnership: um mercado fechado em que as cotas mudam de mão pelo valor patrimonial, não pelo preço da bolsa. Algumas cláusulas o sustentam, e convém distinguir as conhecidas das que permanecem fora do alcance público.

A opção de compra é documentada: a sociedade pode recomprar, a book value, a participação de um sócio que sai ou que parou de entregar, o que torna uma saída uma operação contábil, e não um litígio. A opção de venda simétrica também existe, o sócio devolve suas cotas pelo mesmo valor, mas com um limite de transparência que merece registro: o caso da Harvard diz apenas que esse direito está "sujeito a algumas limitações", sem listá-las. Prazos de carência, percentuais máximos de saque por ano, gatilhos de exercício: nada disso consta das fontes abertas. É uma lacuna que convém assinalar, em vez de preencher com suposição. Conhecem-se, ainda, uma regra de anti-diluição (cada cota nova dada a um sócio promovido precisa ser casada com a redução da de outro), um diferimento que segurou o ganho patrimonial do IPO por mais de um ano para forçar a permanência, e um compromisso assumido com os investidores de não criar planos de opções ou ações restritas que diluíssem terceiros, jogando sobre os próprios sócios o custo de premiar talento. Há também registro de uma cláusula do acordo de controle que limitava a participação individual de cada membro do G7 a no máximo 30%, uma trava com data referida a 2022, cujo desenho atual não é público. São cláusulas de função única: blindar o mercado interno e impedir que a abertura de capital transformasse a sociedade num condomínio de rentistas, ou na autocracia de um sócio só.

O conflito que a estrutura administra (e não elimina)

Há um ponto que os textos celebratórios sobre o BTG costumam pular. A partnership não investe apenas no banco; ela investe, com dinheiro dos sócios, nas mesmas operações que o banco origina e oferece aos seus clientes, participações em Eneva, Cosan, V.tal e dezenas de outras. Isso cria um conflito de interesse estrutural: o banco que aconselha o cliente, estrutura o negócio e ainda entra como sócio é, ao mesmo tempo, vendedor e comprador da mesma mesa.

A casa administra esse conflito com uma regra de ordem: nos negócios, os fundos abertos ao público e os grandes clientes têm prioridade de alocação; só depois deles a partnership entra. Mas o efeito dessa regra inverte a leitura ingênua. Não é que os sócios fiquem com a sobra, é que os veículos de cliente têm teto de tamanho (um fundo de private equity, por exemplo, não pode alocar mais que 25% do patrimônio num só ativo). Esgotado esse teto, sobra justamente a maior parte do cheque para a partnership preencher. Na entrada da Cosan, os fundos puseram R\$ 600 milhões, os clientes outros R\$ 400 milhões, e os sócios completaram com R\$ 3,5 bilhões, o maior pedaço. A prioridade do cliente é real como sequência e como anteparo reputacional, mas o resultado é que, nas melhores oportunidades originadas pelo banco, os donos do banco terminam com a maior fatia. A regra de ordem reduz a aparência do conflito; não desfaz a sua natureza. É o desenho que importa, não a frase de efeito que costuma encobri-lo.

O teste de 2015

A prova de que essa arquitetura não é enfeite veio na crise de novembro de 2015. Quando André Esteves foi preso, ele não apenas deixou a gestão, perdeu o controle. O mecanismo foi societário: um grupo dos maiores sócios assumiu o comando trocando suas ações preferenciais pelas ordinárias de Esteves, isto é, tirando dele as ações com voto. É a estrutura em camadas operando ao contrário, para destituir o próprio fundador em dias, sem assembleia pública nem vácuo de poder.

Quantos sócios, exatamente? O estudo do Programa de Estabilidade Financeira de Yale fala nos sete maiores acionistas, os que tomaram o controle e, depois, garantiram pessoalmente a linha de até R\$ 6 bilhões do Fundo Garantidor de Créditos. O número depende da pergunta. Esteves deixou o comando, mas não a condição de acionista: seguiu entre os maiores donos do banco. Como grupo que tomou o controle dele, foram os demais sócios; como conjunto dos maiores acionistas que avalizaram o resgate com o próprio patrimônio, são sete, provavelmente com o próprio Esteves entre eles. A distinção não é preciosismo: havia um fundador sendo afastado e um núcleo se reorganizando em torno da vaga que ele abria.

O episódio mostra o que a estrutura faz de melhor e de mais incômodo ao mesmo tempo. De melhor: a concentração permitiu uma reação coesa e veloz num momento em que um conselho difuso teria hesitado. De mais incômodo: a mesma concentração que salvou o banco na emergência é a que o minoritário acompanha todos os dias, sem voto e sem assento, confiando que os sete decidirão bem também quando não houver crise alguma. São o mesmo desenho visto de ângulos diferentes, e por isso ele não comporta nem a leitura puramente admirada nem a puramente cínica. É uma máquina de concentrar poder que funcionou; a que preço, e para quem, é o que fica em aberto.

FONTES

Paul Healy, "BTG Pactual: Preserving a Partnership Culture", Harvard Business School (2013), para o desenho do IPO de 2012; Vincient Arnold, "Banco BTG Pactual Emergency Liquidity Program, 2015", Journal of Financial Crises, Yale (2025), para a crise; Rikardy Tooge, "O BTG além do banco", InvestNews (nov. 2025), para a estrutura atual e a mecânica de coinvestimento; composição societária, classes de ação (BPAC3/BPAC5/BPAC11), Nível 2 da B3 e a relação G7 Holding → BTG Pactual Holding conforme RI, registros públicos e bases de mercado. Os termos detalhados do acordo de sócios, inclusive os limites da opção de venda, não são integralmente públicos; onde a fonte é o desenho de 2012, isso está indicado. Terceiro capítulo da série.

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.