



SÉRIE O BTG POR DENTRO

4

O contrato invisível

O acordo de acionistas que transforma gente em dono

O documento mais importante do BTG Pactual não está no site de relações com investidores, não foi arquivado na CVM em versão integral e provavelmente nunca será lido por ninguém de fora do círculo que o assinou. É o acordo de acionistas que rege a holding de controle, o pacto privado que diz, em letra de contrato, o que os capítulos anteriores descreveram como "cultura". Como ele é secreto, o que se segue é um exercício de imaginação. Mas é imaginação com método: um contrato deixa rastros no comportamento de quem o obedece, e quase tudo o que se viu o banco fazer nos últimos quinze anos, o mercado interno a valor patrimonial, a troca de controle em poucos dias em 2015, o teto que impede um sócio de engolir os outros, só é possível se certas cláusulas existirem. A regra deste capítulo é simples: cada cláusula reconstruída aqui é uma sem a qual algo que de fato aconteceu seria impossível. Onde a inferência acaba e começa o palpite, isso será dito. Nada do que vem a seguir é o documento real; é o documento que o comportamento do banco exige que exista.

As partes e o pacto de voto

Um acordo de acionistas brasileiro vive sob o artigo 118 da Lei das Sociedades por Ações, que dá força jurídica especial a três coisas: como os acionistas votam, como compram e vendem suas ações, e como exercem o controle. E a G7 Holding é, de fato, uma sociedade anônima fechada, constituída em 4 de dezembro de 2012, bem na janela do IPO. A data diz muito: o veículo de controle nasceu junto com a abertura de capital, para preservar o comando no exato momento em que o banco se expunha ao mercado. É daí que parte a reconstrução. As partes do pacto da G7 não são os cerca de 410 sócios do banco, são os poucos que controlam a holding de topo, o núcleo que decide. O acordo os obriga a votar em bloco. Antes de qualquer deliberação relevante da BTG Pactual Holding ou do próprio banco, o núcleo se reúne em reunião prévia, decide internamente por maioria (ou por maioria qualificada nos temas graves), e então todos votam lá fora como um corpo só. É por isso que o BTG, numa assembleia, fala com uma voz: a divergência é resolvida antes, a portas fechadas, e o que chega ao mundo externo já é decisão tomada. Sem uma cláusula de voto em bloco, não existiria "grupo de controle"; existiriam sete pessoas que às vezes concordam.

O preço de tudo: a cláusula do valor patrimonial

Se há uma cláusula que é a coluna vertebral do contrato inteiro, é a que fixa o preço pelo qual os sócios negociam entre si. Reconstruída, ela diria algo próximo de:

As participações vinculadas serão transferidas entre os Sócios exclusivamente pelo seu valor patrimonial contábil, apurado com base no último balanço auditado, vedada qualquer negociação por valor de mercado.

Tudo o mais decorre disto. É essa frase que separa o mundo de dentro, onde o sócio compra e vende a uma vez o valor do livro, do mundo de fora, onde a unit é negociada a duas ou três vezes esse valor. E é dela que pendem as duas opções espelhadas que já se conhecem: a opção de compra, pela qual a sociedade pode reaver a book value as cotas de quem sai ou deixa de performar, e a opção de venda, pela qual o sócio pode devolvê-las pelo mesmo valor. Aqui mora a maior lacuna do que é público: sabe-se que a opção de venda está "sujeita a limitações", mas não quais. O desenho mais coerente com o resto do contrato, e isto é inferência, não fato, incluiria uma carência mínima antes de o sócio poder vender, um teto anual sobre quanto da própria posição ele pode liquidar de uma vez, e a prioridade de recompra pela sociedade antes de qualquer outra saída. Limites assim existiriam por uma razão óbvia: sem eles, um sócio importante poderia sacar sua fatia toda num momento ruim e quebrar o equilíbrio do livro, exatamente o tipo de saída-relâmpago que o modelo foi construído para tornar impossível.

Entrar, subir e sair

Se o preço é o esqueleto, as regras de entrada e saída são a musculatura. A reconstrução tem aqui vários músculos, todos visíveis no comportamento do banco.

A admissão de um novo sócio viria acompanhada de uma cláusula de financiamento: como o convidado raramente tem capital para comprar sua cota, a própria estrutura lhe empresta os recursos, com o pagamento atrelado a bônus e dividendos futuros e as próprias cotas dadas em garantia. O sócio nasce devedor, e a dívida é a corrente que o prende. A realocação anual, a parte mais brutal do contrato, autorizaria o núcleo a redistribuir as participações todo ano segundo o desempenho, de modo que ninguém tenha sua fatia assegurada por mais de doze meses. Uma cláusula de anti-diluição casaria cada cota nova entregue a um promovido com a redução da cota de outro, mantendo o bolo constante. E um diferimento seguraria os ganhos patrimoniais extraordinários, como o salto de valor gerado por um IPO, por um período antes de creditá-los, forçando a permanência: quem sai antes, deixa o ganho na mesa.

A saída teria dois rostos, como em quase todo acordo sofisticado: o good leaver e o bad leaver. Quem se aposenta em bons termos recebe sua posição a valor patrimonial, talvez parcelada. Quem é desligado por má conduta ou parte para a concorrência aciona a opção de compra em condições mais duras e, quase certamente, uma cláusula de não concorrência e não aliciamiento, proibição de montar ou servir um rival por alguns anos e de levar consigo clientes e colegas. Esta última não é luxo: num negócio cujo ativo são relações e reputação, deixar um sócio sair com a carteira debaixo do braço esvaziaria o sentido de tudo.

A trava contra o autocrata

Há uma cláusula cuja existência é documentada e que merece destaque, porque revela algo contraintuitivo: o contrato protege os sócios não só uns dos outros, mas do mais forte entre eles. Registrou-se publicamente uma trava limitando a participação individual de cada membro do grupo de controle a um teto, referido em torno de 30%, de modo que nenhum sócio, nem o fundador, possa concentrar o suficiente para mandar sozinho. Some-se a isso as maiorias qualificadas que um acordo desse tipo reservaria para as decisões mais graves, admitir ou excluir um sócio, mudar o próprio acordo, vender o banco, e o que se desenha é um sistema desenhado para que o poder seja sempre coletivo. É a diferença entre uma sociedade e uma monarquia: na monarquia, o rei decide; aqui, nem o maior dos sócios decide sem os outros. O modelo confia no líder, mas não se entrega a ele.

A cláusula que 2015 revelou

Nenhuma parte deste contrato imaginado tem base mais sólida do que esta, porque o mundo a viu funcionar. Em novembro de 2015, com André Esteves preso, o controle do banco mudou de mãos em questão de dias: os maiores sócios trocaram suas ações preferenciais pelas ordinárias do fundador, retirando-lhe o voto, nomearam um comando interino e, em seguida, garantiram pessoalmente a linha de socorro. Um movimento dessa precisão, sob aquela pressão, não se improvisa, ele estava previsto. O acordo, portanto, conteria uma cláusula de evento crítico ou de incapacidade do sócio-chave: um gatilho que, ativado por prisão, afastamento, morte ou incapacitação de qualquer sócio, inclusive o líder, transfere automaticamente o comando ao restante do núcleo, aciona a substituição na gestão e impõe aos demais a obrigação de sustentar a instituição. Reconstruída, sua abertura soaria assim:

Na hipótese de impedimento, afastamento ou incapacidade de qualquer Sócio, ainda que do Sócio-líder, os demais assumirão de pleno direito o controle e a administração, ficando autorizada a reorganização das ações com direito a voto necessária à continuidade da Sociedade.

A genialidade fria do desenho é que ele trata o próprio fundador como substituível. A "cultura como gestão de risco" que o banco celebra tem, no fundo, esta cláusula como verdadeira apólice: o que segurou o BTG em 2015 não foi lealdade nem sorte, foi um contrato que já previa o dia em que o homem no centro de tudo precisaria ser contornado.

O que o contrato esconde de propósito

Por fim, o acordo conteria as cláusulas que explicam por que ele mesmo é secreto. Uma obrigação ampla de confidencialidade transformaria em dever jurídico a opacidade que os capítulos anteriores descreveram como traço cultural, o sócio não fala da mecânica interna porque assinou que não falaria. Um conjunto de compromissos espelhados com os investidores externos, como a promessa de não criar planos de ações que diluíssem o mercado, costuraria o pacto privado dos sócios às obrigações públicas da companhia listada. E uma cláusula de arbitragem, padrão em contratos sofisticados no Brasil, mandaria qualquer disputa entre sócios para um tribunal privado, longe dos olhos e dos autos públicos. O contrato é secreto não por acaso, mas por cláusula: o sigilo é, ele próprio, uma das obrigações pactuadas.

O que a reconstrução revela

Juntando as peças imaginadas, aparece algo que vale mais do que qualquer cláusula isolada. A "cultura" do BTG, tão celebrada em palestras e cases, é por baixo um contrato denso, frio e extraordinariamente bem desenhado, um instrumento que converte valores em obrigações exigíveis e que prevê, com antecedência, todas as formas pelas quais a confiança humana costuma falhar: o sócio que relaxa, o que quer sair com a carteira, o que tenta mandar sozinho, o líder que cai. Onde o discurso fala em lealdade e mérito, o documento fala em opção de compra, carência, gatilho de incapacidade e maioria qualificada. As duas linguagens descrevem a mesma coisa; só uma delas é exigível em juízo.

Convém repetir o que abriu este capítulo, agora que ele termina: nenhuma das cláusulas acima foi lida num documento. Todas foram inferidas do comportamento de uma instituição que age, há décadas, como se elas existissem. Pode ser que o acordo real diga mais, ou diga diferente, ou distribua essas funções entre vários instrumentos em vez de um. Mas se o BTG faz o que faz, algo muito parecido com isto tem de estar escrito em algum lugar que ninguém de fora jamais verá, e é justamente o fato de funcionar tão bem no escuro que torna esse contrato invisível a peça mais reveladora de toda a história.

NOTA

trata-se de uma reconstrução especulativa, não de um documento real. O acordo de acionistas da BTG Pactual G7 Holding S.A. (sociedade anônima fechada, constituída em 4 de dezembro de 2012) não é público. As cláusulas aqui descritas foram inferidas a partir de fatos conhecidos, o caso da Harvard Business School (2013), o estudo de Yale sobre a crise de 2015, a reportagem da InvestNews (2025) e o regime do art. 118 da Lei das S.A., e a partir do comportamento observável do banco. Onde a inferência cede lugar ao palpite (prazos, percentuais, redação exata), o texto o indica. Quarto 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.