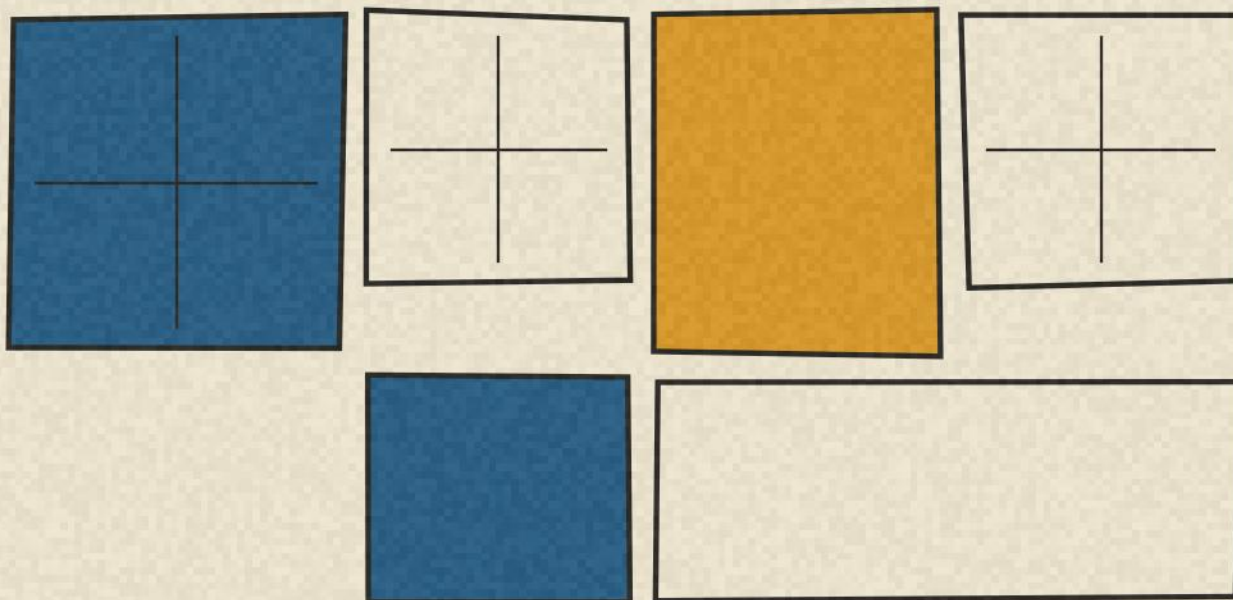




ESTUDO • DOCUMENTO TÉCNICO

Arquitetura societária da partnership

*Incentivos, sucessão e liquidez em firmas de investimento:
parâmetros de modelagem societária*

Estudo independente da GPF Advogados • sem afiliação ao BTG Pactual • material didático

Estudo independente da GPF Advogados, elaborado a partir de informações públicas e referências acadêmicas. Não é afiliado, patrocinado, aprovado ou endossado pelo BTG Pactual. As personagens, o Pactum e as estruturas são fictícios e têm finalidade exclusivamente didática. Não constitui aconselhamento jurídico, tributário, contábil ou regulatório.

Material didático. Não constitui aconselhamento jurídico, tributário, contábil ou regulatório. Estructure com assessores habilitados antes de implementar.

Sumário

Parte I, Por quê

1. O ativo que vai embora todo dia
2. A ideia, de Lemann a Esteves
3. O que a teoria diz

Parte II, A engenharia

4. Bloco 1: O Pool e a remuneração
5. Bloco 2: O mérito mensurável
6. Bloco 3: A entrada do sócio
7. Bloco 4: Realocação e poda
8. Bloco 5: Iliquidez e valuation interno
9. Bloco 6: A proteção da franquia

10. A governança que trava tudo

Parte III, O enquadramento

11. A AAI sob a Resolução CVM 178

12. A gestora sob a Resolução CVM 21

13. O wealth manager e o multi-family office

14. O veículo: Ltda, S.A. ou SCP

15. A tributação, onde a forma vira risco

Parte IV, Implementação

16. O roadmap, fase a fase

17. Parâmetros por porte

18. Riscos e armadilhas

19. Três cenários

20. Modelo de term sheet da partnership

21. Anexos

Como usar este livro

Este é um manual de engenharia, não um livro de inspiração. Ele parte de uma constatação simples, numa firma de investimentos, o ativo vai embora todo fim de tarde, e mostra, peça por peça, como transformar profissionais em sócios presos à mesa por contrato, e não por boa vontade.

A Parte I explica por que a partnership existe e por que funciona, com o caso do BTG e a teoria econômica que o sustenta. A Parte II desmonta a engrenagem em seis blocos de design, cada um com parâmetros de mercado, exemplos numéricos e cláusulas-modelo. A Parte III aterrissa tudo na realidade brasileira: o que a CVM permite para uma AAI, uma gestora e um wealth manager, qual veículo usar e como não tropeçar na tributação. A Parte IV é a parte prática: roadmap, parâmetros por porte, cenários, um term sheet pronto para adaptar e anexos.

Os números (percentuais, prazos, múltiplos) são referências de calibragem usadas no mercado, pontos de partida para a conversa, não verdades absolutas. E vale repetir desde já: nada aqui substitui assessoria jurídica, tributária e regulatória. A forma importa tanto quanto a intenção, e o detalhe é onde mora o risco.

PARTE I, POR QUE

Capítulo 1, O ativo que vai embora todo dia

Toda firma de investimentos vive um paradoxo. O balanço mostra caixa, ativos, talvez uma marca. Mas o que de fato gera receita, a confiança do cliente, a carteira, a reputação, a capacidade de estruturar um negócio, não está em lugar nenhum do balanço. Está dentro da cabeça e da agenda de algumas pessoas, e essas pessoas vão para casa todo fim de tarde. Podem não voltar.

Dessa fragilidade nascem três dores, e todas têm a mesma raiz.

A primeira é a fuga de talento. Um bom assessor, gestor ou banqueiro é cortejado o tempo todo. Quando ele sai, raramente sai sozinho: leva a carteira, a equipe e o relacionamento que a firma levou anos para construir. Para o concorrente, contratá-lo é comprar receita pronta; para a firma de origem, é ver o ativo evaporar.

A segunda é o desalinhamento. O profissional remunerado por salário fixo ou por comissão pensa no próprio mês. Ele não tem motivo estrutural para se importar com o valor da firma daqui a dez anos, com o cliente que dá trabalho hoje mas é fiel por décadas, ou com a formação do júnior que um dia o substituirá. O interesse dele e o da firma só se cruzam por acidente.

A terceira é a ausência de sucessão. O fundador um dia quer reduzir o ritmo, trazer sócios, talvez vender. Aí descobre o pior: a firma vale pouco sem ele. Não há quadro de sócios, não há regra de transição, não há instituição, há um homem e um CNPJ. O comprador estratégico percebe na primeira reunião e desconta no preço, quando não desiste.

A partnership é a engenharia que ataca as três de uma vez. Ela faz três coisas que nenhum bônus faz: transforma o profissional de empregado em dono, de modo que o interesse dele passe a ser o interesse da firma; prende esse dono por anos, de modo que sair cedo seja um mau negócio para ele mesmo; e protege a franquia quando alguém finalmente sai, de modo que o que é da firma fique na firma. Faz isso não com discurso de cultura, mas com cláusulas exigíveis em juízo.

E há um quarto efeito, menos óbvio e talvez o mais valioso. Uma firma com partnership bem montada deixa de ser a extensão de uma pessoa e vira uma instituição. Tem receita recorrente, quadro de sócios, regras de entrada e saída, sucessão prevista. Isso não só reduz o risco, aumenta o valor. Uma instituição é vendável; um profissional autônomo, não. A mesma engenharia que retém o talento também constrói o enterprise value que um dia se transforma em liquidez para os fundadores.

Capítulo 2, A ideia, de Lemann a Esteves

O modelo que este livro destila não nasceu no BTG. Nasceu de uma viagem. Nos anos 1970, um sócio do recém-criado Banco Garantia, de Jorge Paulo Lemann, estagiou no Goldman Sachs em Nova York e voltou impressionado com um arranjo então exótico no Brasil: a sociedade de profissionais, em que os funcionários de melhor desempenho não recebiam apenas bônus, mas se tornavam donos do negócio. O Garantia adotou a ideia e a levou ao extremo, meritocracia de rigor incomum, hierarquia substituída por performance, sócios que enriqueciam ficando.

Daquela cultura desceram dois ramos. Um deles, via GP Investimentos e 3G Capital, chegou à AmBev e à cervejaria mundial. O outro passou pelo Pactual, fundado por um ex-sócio do Garantia, e desembocou no que hoje é o BTG Pactual. O credo atravessou as gerações quase intacto: Lemann descrevia o funcionário ideal como "pobre, inteligente e com profundo desejo de enriquecer"; André Esteves, décadas depois, brincava que a qualificação perfeita era um "PhD", Poor, Hard-working and Desperate. É o mesmo DNA, transmitido por pessoas, não por coincidência.

O ponto, para quem quer montar a própria partnership, é que esse modelo é testado e portátil. Ele já provou funcionar num banco de investimento, numa cervejaria global e numa gestora de private equity. Não é uma idiossincrasia de um setor; é uma resposta a um problema universal de firmas movidas a capital humano, e firmas de investimento são o exemplo mais puro desse tipo de negócio.

O caso do BTG também ensina os limites do modelo, e vale conhecê-los antes de copiá-lo. Em 2015, o fundador foi preso e o banco quase quebrou numa corrida de saques. O que o salvou não foi sorte: foi a própria estrutura. Em poucos dias, o grupo de sócios assumiu o controle e garantiu o resgate com o patrimônio pessoal. A concentração de controle, que em tempos normais incomoda o minoritário, foi o que permitiu uma reação coesa na emergência. A lição dupla: a partnership gera resiliência institucional, mas também concentra poder, e quem a monta precisa decidir, conscientemente, quanto de cada coisa quer.

Capítulo 3, O que a teoria diz

Por que esse arranjo funciona, e por que uma empresa comum não consegue copiá-lo apenas distribuindo bônus? A resposta mais rigorosa não vem do mundo corporativo, mas de um par de economistas. Em 2004, Alan Morrison e William Wilhelm publicaram um modelo das sociedades de profissionais que explica a mecânica por baixo da cultura.

O problema central, dizem eles, é que o capital humano valioso, relações de cliente, reputação, o "ofício" de fazer o negócio, é tácito: não se codifica, não se compra num contrato, não se transfere por manual. E treinar a próxima geração nesse ofício é caro e invisível, então ninguém quer fazê-lo depois de já ter aprendido. A firma comum não resolve isso: paga salário, e o talento se vende a quem pagar mais.

A partnership resolve amarrando capital humano e capital financeiro na mesma pessoa, de um jeito que ela não possa separá-los. Três traços fazem isso funcionar. Primeiro, a iliquidez: a participação não pode ser vendida ao maior lance no dia seguinte; o sócio precisa ficar até o tempo revelar sua qualidade. Segundo, a opacidade: a firma esconde do mercado externo o valor individual de cada um, de modo que o talento não consiga "precificar" sua saída facilmente; o único sinal público é binário, virou sócio, ou não. Terceiro, a reputação coletiva: o cliente paga pela marca da casa, não pelo indivíduo, então a saída de um sócio não leva embora todo o valor.

O detalhe que fecha o argumento, e que será o coração da Parte II, é que Morrison e Wilhelm citam explicitamente a regra de comprar e vender a valor patrimonial, book value, como o mecanismo clássico da partnership. Foi assim na McKinsey de Marvin Bower, foi assim no Goldman até 1996. E é assim no BTG. A regra é simples e radical: o sócio negocia sua parte pelo valor de balanço, nunca pelo valor de mercado. Enriquecer exige ficar e fazer a firma valer mais, ano após ano. Tudo o que vem a seguir são variações e reforços dessa única ideia.

PARTE II, A ENGENHARIA

A partnership não é um valor afixado na parede; é uma máquina com peças, e cada peça resolve um problema concreto. Esta parte desmonta a máquina em seis blocos, mais a governança que os trava. Para cada bloco: o que é, a decisão central de design, os parâmetros que o mercado pratica, um exemplo numérico quando ajuda, a cláusula-modelo e a armadilha a evitar.



Os seis blocos de design da partnership.

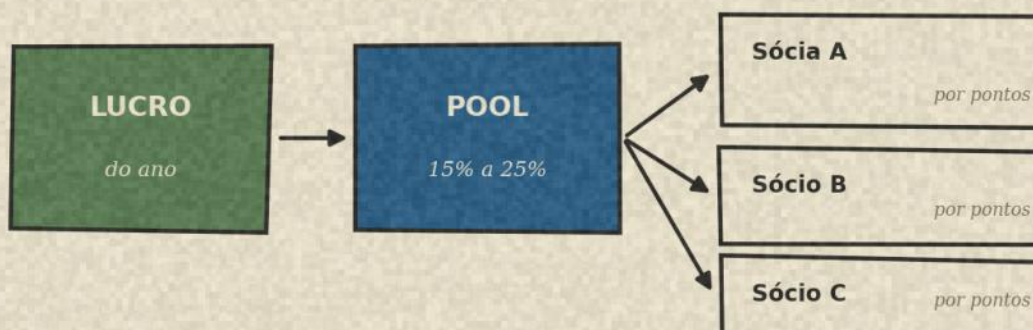
Capítulo 4, Bloco 1: O Pool e a remuneração

O que é. Em vez de pagar salários altos, a firma separa uma parcela do seu lucro num "pool" e a distribui entre os sócios conforme a participação de cada um, definida por mérito, e não pelo número de quotas que possuem. É o bloco que substitui o custo fixo (folha) por custo variável (participação no resultado). O banco só paga muito quando ele mesmo ganha muito.

A decisão central. Duas perguntas: quanto do lucro vai ao pool, e como o pool é repartido. No mercado brasileiro de firmas de investimento, a parcela destinada ao pool costuma partir de 15% a 25% do lucro ajustado, podendo crescer com o tempo. A repartição segue a pontuação de cada sócio (Bloco 2), em geral distinguindo producers, quem traz receita direta, de não producers, quem sustenta a operação, o risco, o compliance, a formação.

Exemplo numérico. Uma gestora apura R\$ 10 milhões de lucro ajustado no ano e destina 20% ao pool: R\$ 2 milhões. Os dez sócios somam 1.000 pontos na conta gráfica. Um sócio com 150 pontos detém 15% do pool e recebe R\$ 300 mil; outro, com 50 pontos, recebe 5%, ou R\$ 100 mil. Os 80% restantes do lucro vão para a controladora (a holding dos sócios), em parte distribuídos, em parte reinvestidos. Note que a fatia de cada um não depende do número de quotas que possui, e sim do desempenho do ano, é isso que mantém o sistema vivo.

O lucro vira Pool; o Pool se reparte por pontos, mérito de cada sócio.



O fluxo do Pool: do lucro à participação de cada sócio.

Como fazer juridicamente. Numa sociedade limitada, isso se implementa por distribuição desproporcional de lucros, prevista no contrato social e detalhada no acordo de quotistas. É lícita no Brasil, desde que nenhum sócio seja excluído do resultado e desde que haja lastro real, o critério de mérito precisa estar documentado. Numa S.A., exige estrutura de holding ou classes de ação. A SCP (sociedade em conta de participação) pode organizar o pool e o coinvestimento sem expor os participantes no quadro societário da operação.

> Cláusula-modelo (Pool). "A Sociedade destinará ao Pool, a cada exercício, percentual não inferior a [20%] do Lucro Líquido Ajustado, repartido entre os Beneficiários conforme sua Participação no Pool, apurada na forma do Capítulo [Mérito]. Os Sócios obrigam-se a aprovar a distribuição desproporcional de lucros correspondente."

A armadilha. Distribuir desproporcionalmente sem critério escrito e auditável é convite a dois desastres: litígio entre sócios (cada um achando que merecia mais) e autuação fiscal (o Fisco tratando a distribuição como remuneração disfarçada). O critério, pontos, conta gráfica, precisa existir no papel antes de o primeiro real ser distribuído.

Capítulo 5, Bloco 2: O mérito mensurável

O que é. Uma máquina de avaliação que transforma desempenho em número. Cada sócio acumula pontos por critérios definidos; sua fatia do pool é, literalmente, seus pontos divididos pelo total de pontos de todos. A conta é refeita a cada ano. É o que torna a meritocracia objetiva e despersonalizada, o quanto se ganha é calculado, não negociado com o chefe.

A decisão central. Quais critérios pontuam e com que peso. Os candidatos óbvios são receita gerada e captação líquida; os menos óbvios, e igualmente importantes, são retenção de clientes, alpha entregue, gestão e formação de pessoas, contribuição para risco e compliance. A escolha dos pesos é a definição da cultura: uma firma que só pontua receita formará caçadores solitários; uma que pontua formação e retenção construirá instituição.

A mecânica recomendada. Três peças. Uma conta gráfica acumulativa, em que os pontos de cada ano se somam aos anteriores, de modo que a trajetória conte, não só o último ano. Uma avaliação anual formal, com a possibilidade de uma extraordinária em casos especiais. E um comitê de partnership que administra tudo com confidencialidade: cada sócio conhece apenas a própria nota e a própria participação, nunca a dos outros. A opacidade interna não é mesquinhez, é o que evita que a avaliação vire leilão político.

Exemplo numérico. Um sócio acumulou 600 pontos em cinco anos; o total da casa é 4.000 pontos. Sua participação no pool é 15%. No ano seguinte, ele entrega um ano excepcional e ganha 200 pontos, enquanto a casa ganha 800 no total. Agora ele tem 800 pontos num total de 4.800, participação de 16,7%. A subida é real, mas gradual: a conta gráfica recompensa a consistência, não o lance isolado.

> Cláusula-modelo (Conta Gráfica). "A Participação no Pool de cada Beneficiário será apurada pela razão entre a totalidade de seus Pontos acumulados e o total de Pontos de todos os Beneficiários, conforme registro na Conta Gráfica. Os Pontos são atribuídos anualmente pelo Comitê de Partnership segundo os Critérios de Avaliação por ele definidos e divulgados, e são cumulativos."

A armadilha. Critérios só de receita premiam o caçador e punem quem constrói a casa. O sócio que forma três juniores excelentes, ou que segura a operação e o compliance, gera valor que não aparece na receita do trimestre, mas sem ele a firma desaba. Equilibre producers e não producers, ou a partnership viralizará num bando de mercenários.

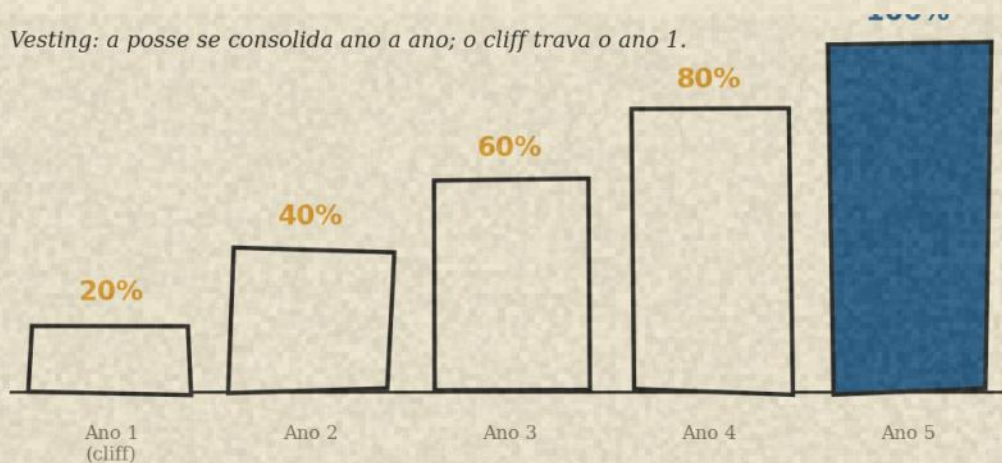
Capítulo 6, Bloco 3: A entrada do sócio

O que é. O modo como um profissional vira sócio, e, crucialmente, como ele paga por isso. No modelo, ele não desembolsa a cota à vista. O preço de ingresso vira um débito, corrigido por um índice (tipicamente o CDI), que ele quita ao longo dos anos com os próprios lucros futuros. E a participação só "vesta", isto é, se torna efetivamente dele, com o tempo de permanência.

A decisão central. Três parâmetros. O preço de ingresso (quanto custa a participação atribuída). O vesting (o prazo em que a participação é gradualmente adquirida). E o cliff (a carência mínima antes de qualquer direito, sair antes do cliff significa sair sem nada). Padrões de mercado: vesting de quatro a cinco anos, cliff de um ano, preço financiado pela própria firma e amortizado por compensação nos lucros.

Por que importa. A dívida e o vesting são a primeira corrente. Um sócio que entrou devendo e cuja participação ainda não vestiu tem todo o incentivo de ficar: sair cedo é abrir mão do que ainda não pagou e do que viria depois. O alinhamento, de novo, não é boa vontade, é o desenho.

Exemplo numérico. A firma convida uma profissional para sócia e fixa o preço de ingresso em R\$ 500 mil, corrigido por 100% do CDI (suponha 10% ao ano). Ela não paga nada do bolso; o valor é lançado como débito na conta gráfica e quitado com a participação dela no pool, digamos R\$ 200 mil por ano. A evolução: no fim do ano 1, ela deve R\$ 500 mil $\times$ 1,10 – R\$ 200 mil = R\$ 350 mil; no ano 2, R\$ 350 mil $\times$ 1,10 – R\$ 200 mil = R\$ 185 mil; no ano 3, R\$ 185 mil $\times$ 1,10 – R\$ 200 mil $\approx$ R\$ 3,5 mil, praticamente quitada em três anos. A partir daí, os R\$ 200 mil anuais passam a ser dela. Repare no efeito: durante três anos ela trabalhou alinhada e presa, sem que a firma desembolsasse um centavo de caixa para atraí-la.



A dívida de ingresso zera em poucos anos, paga pelo próprio pool.

> Cláusula-modelo (Vesting e Preço de Ingresso). "As Ações/Quotas adquiridas por novo Beneficiário sujeitam-se a vesting de [4] anos, com carência (cliff) de [1] ano, e a diferimento dos ganhos extraordinários. O Preço de Ingresso, corrigido por [100% do CDI], será quitado por compensação com os lucros futuros do Beneficiário, perdendo-se os direitos não adquiridos na hipótese de desligamento como Bad Leaver antes do termo do vesting."

A armadilha. Dar participação cheia no dia 1, sem vesting nem dívida, é entregar o ativo de graça, e perdê-lo no primeiro assédio do concorrente. O vesting não é burocracia; é o que diferencia um sócio de um presente.

Capítulo 7, Bloco 4: Realocação e poda

O que é. Dois mecanismos que mantêm a meritocracia honesta ao longo do tempo. A realocação anual redistribui as participações pelo mérito, de modo que ninguém tenha a sua fatia garantida por mais de doze meses. E a opção de compra permite à firma recomprar, barato, e sem briga, a parte de quem deixou de entregar, abrindo espaço para sangue novo.

A decisão central. A periodicidade da realocação (anual é o padrão) e, sobretudo, o desenho da recompra: o gatilho (desligamento, desempenho insuficiente, quebra do acordo), o preço (Bloco 5) e o mecanismo de execução. Para evitar litígio, a recompra deve ser um direito irrevogável da sociedade, instrumentalizado com procuração (mandato para a firma assinar a transferência) e multa por recusa. Sem isso, podar um sócio relapso vira processo.

Por que importa. Sem poda, a meritocracia ossifica. Os que chegaram ao topo têm todo o incentivo de fechar a porta e transformar mérito em senioridade vitalícia. A realocação e a recompra mantêm a renovação contínua, e crível para quem está subindo. No BTG, num único ano, vários sócios foram recomprados e outros tiveram a participação reduzida, justamente para abrir espaço aos novos. A crueldade controlada é o que mantém a promessa viva.

> Cláusula-modelo (Opção de Compra). "O Beneficiário outorga à Sociedade opção irrevogável e irretratável de compra da totalidade de suas participações, exercível pelo [Valor Patrimonial], nas hipóteses de desligamento, desempenho insuficiente apurado na avaliação anual ou descumprimento deste Acordo. Para assegurar a eficácia, o Beneficiário constitui a Sociedade sua procuradora, com poderes irrevogáveis, para firmar os atos da transferência, sob pena de multa de [10%] do preço."

A armadilha. Recompra sem regra de preço clara e sem mandato de execução é uma briga judicial esperando para acontecer. O preço e o procedimento têm de estar no acordo, fechados, antes do primeiro conflito.

Capítulo 8, Bloco 5: Ilíquidez e valuation interno

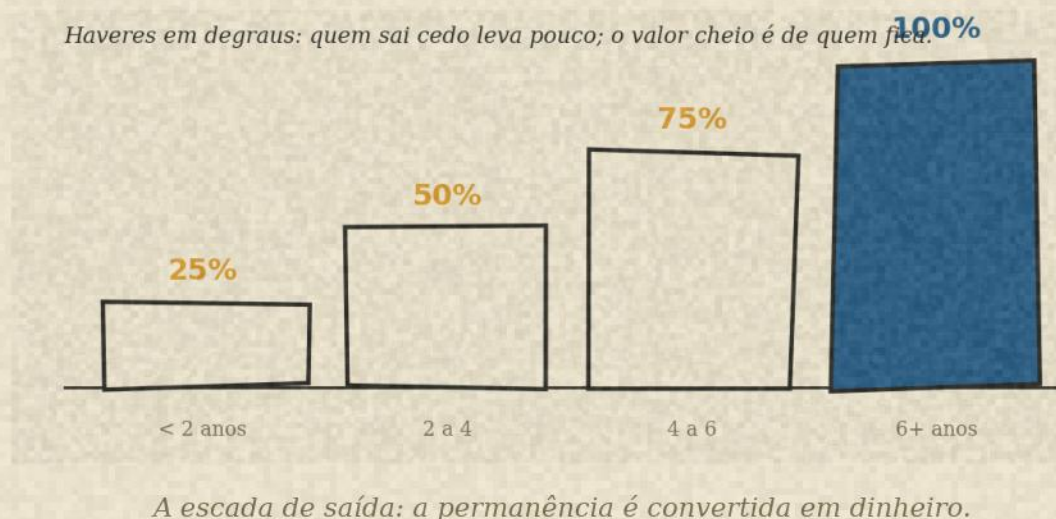
O que é. O coração do modelo. O sócio compra e vende sua parte por um valor interno, nunca pelo preço de mercado. O prêmio de franquia (a diferença entre o que a firma valeria numa venda e o seu valor de balanço) fica com a coletividade, não com quem sai. É essa regra que torna a participação ilíquida e o enriquecimento lento, o cadeado de que falava a Parte I.

A decisão central. O critério de preço. Há duas escolas, e a escolha define o caráter da firma.

A primeira é o book value puro, o modelo BTG. O sócio negocia ao valor patrimonial contábil: patrimônio líquido dividido pelo número de quotas. É simples, conservador e alinha o sócio a uma coisa só: aumentar o patrimônio da firma. A diferença para o valor de mercado (a unit do BTG vale na bolsa duas a três vezes o book) nunca entra no bolso de quem sai. É o desenho mais "puro" e mais difícil de contestar.

A segunda é uma fórmula de valuation com desconto por tempo de casa, o modelo de muitas firmas de advisory e wealth. Aqui, a saída paga uma fração crescente de um valuation conforme o tempo: por exemplo, quase nada antes de três anos (um cliff de saída), depois 15% do valuation entre o terceiro e o quarto ano, 40% entre o quarto e o quinto, e 100% a partir do quinto. O valuation costuma usar múltiplos de ativos sob custódia/gestão e de lucro, por exemplo, $[(1\% \times \text{AuC/AuM médio dos últimos 12 meses}) + (5 \times \text{lucro líquido dos últimos 12 meses})] \div 2$.

Exemplo numérico (a escada de saída). Suponha um valuation apurado de R\$ 40 milhões e um sócio com 5% de participação. Se ele sair entre o terceiro e o quarto ano, recebe $15\% \times \text{R\$ 40 mi} \times 5\% = \text{R\$ 300 mil}$. Entre o quarto e o quinto, $40\% \times \text{R\$ 40 mi} \times 5\% = \text{R\$ 800 mil}$. Depois do quinto ano, $100\% \times \text{R\$ 40 mi} \times 5\% = \text{R\$ 2 milhões}$. O mesmo 5% vale quase sete vezes mais para quem ficou cinco anos do que para quem saiu no quarto, a permanência é literalmente convertida em dinheiro. Some-se a isso um limite anual de recompra (por exemplo, 25% da parcela do pool nos lucros do ano anterior), que protege o caixa da firma contra muitas saídas de uma vez, a lição que o BTG aprendeu na corrida de saques de 2015.



Por que importa. A iliquidez é o que alinha o horizonte de todos ao longo prazo. Se o sócio pudesse vender a mercado e à vista, a fusão entre dono e empregado duraria só até aparecer uma oferta melhor.

> Cláusula-modelo (Valor Patrimonial / book value). "Toda circulação de participações entre Sócios, bem como o exercício das opções e preferências deste Acordo, far-se-á exclusivamente pelo Valor Patrimonial (book value), apurado no último balanço auditado, vedada a negociação por valor de mercado, ágio ou expectativa de resultado futuro. O prêmio de franquia pertence à coletividade da sociedade, e não ao Sócio individualmente."

A armadilha. Pagar a saída a valor de mercado destrói o modelo: vira um cheque de loteria que premia justamente a saída e drena o caixa. A iliquidez e o desconto por tempo existem por uma razão, são o que faz ficar valer mais do que sair.

Capítulo 9, Bloco 6: A proteção da franquia

O que é. Quando o sócio sai, o contrato impede que ele leve embora o que é da firma. São quatro proteções: não-concorrência (não montar nem servir um rival por um período), não-aliciamento (não levar clientes, sócios ou equipe), confidencialidade (sigilo sobre a mecânica interna e os clientes) e titularidade da firma sobre a propriedade intelectual e a carteira.

A decisão central. O escopo e o prazo, e, no Brasil, a exequibilidade. Não-concorrência e não-aliciamento de 24 a 60 meses são comuns. Mas para serem válidas, precisam ser razoáveis em prazo, território e atividade, e idealmente acompanhadas de contrapartida. Aqui o próprio modelo ajuda: a participação no pool e o pagamento de haveres na saída funcionam como contrapartida econômica, fortalecendo a validade da cláusula. Uma não-concorrência ampla demais e sem contrapartida é frequentemente anulada pela Justiça do Trabalho.

Por que importa. Num negócio cujo ativo são relações e reputação, deixar o sócio sair com a carteira debaixo do braço esvazia o sentido de tudo o que foi construído. A proteção da franquia é o que garante que o valor criado coletivamente não vaze pela porta com cada saída.

> Cláusula-modelo (Não-concorrência). "Durante a vigência e por [24 a 36] meses após o desligamento, o Sócio obriga-se a não concorrer, direta ou indiretamente, com a Sociedade e suas controladas, na atividade de [assessoria/gestão] e no território de [●], nem a aliciar clientes, sócios ou empregados. As Partes reconhecem que a restrição é razoável em prazo, escopo e território, e que a Participação no Pool e o pagamento de haveres constituem contrapartida adequada."

A armadilha. Cláusula ampla demais é cláusula nula. Calibre prazo, território e atividade ao que é proporcional ao negócio, uma restrição exequível de 24 meses vale mais que uma inexecuível de 60.

Capítulo 10, A governança que trava tudo

Os seis blocos cuidam da economia da sociedade; a governança cuida do poder. Quatro instrumentos a organizam.

O Comitê de Partnership é o núcleo que decide o que importa: quem entra, quanto cada um leva, quais os critérios de avaliação. No modelo de mercado, costuma ter pelo menos oito membros, a maioria indicada pela controladora, mais o beneficiário de maior participação, o responsável financeiro e um eleito pelos demais, um desenho que concentra a decisão sem fechá-la totalmente.

A reunião prévia com voto em bloco faz a firma falar com uma só voz. Antes de cada deliberação relevante, os sócios decidem internamente, a portas fechadas, e então votam lá fora como um corpo único. É o que dá ao grupo a força de um bloco coeso.

As matérias reservadas com quórum qualificado (admitir ou excluir um sócio, vender a firma, mudar o acordo) garantem que as decisões mais graves exijam consenso amplo, tipicamente 75% a 80% das participações.

E o teto individual de participação, nenhum sócio pode passar de, digamos, 30%, assegura que nem o fundador concentre o bastante para mandar sozinho. É a diferença entre uma sociedade e uma monarquia: o modelo confia no líder, mas não se entrega a ele. Foi essa trava, no caso do BTG, que permitiu ao grupo reorganizar o controle em dias quando o fundador caiu.

PARTE III, O ENQUADRAMENTO

A engenharia da Parte II é a mesma para qualquer firma de investimentos. O que muda, e muda bastante, é o veículo e quem pode ser sócio, conforme o negócio seja uma assessoria, uma gestora ou um wealth manager. Esta parte aterrissa o modelo na regulação brasileira. É também a parte que mais envelhece: normas mudam, e cada caso tem nuances. Trate o que segue como mapa, não como GPS, e valide com assessoria regulatória.

Capítulo 11, A AAI sob a Resolução CVM 178

Por anos, a assessoria de investimentos (a antiga "agência de investimentos", o AAI) viveu numa camisa de força societária: o assessor tinha de ser sócio pessoa física, e pouco mais. A Resolução CVM 178, em vigor desde junho de 2023, mudou o jogo, e, na prática, foi um convite à partnership.

Três aberturas importam para quem quer estruturar uma sociedade. Primeira: a sociedade de AAI pode ser Ltda ou S.A., e pode admitir sócios de qualquer natureza, pessoas físicas, pessoas jurídicas e até fundos de investimento. Isso destrava arranjos de holding e de pool antes inviáveis. Segunda: surge a figura do sócio de capital, alguém que aporta capital, clientes, contatos ou know-how sem operar no dia a dia. Para uma firma em crescimento, é a possibilidade de trazer um investidor ou um sócio estratégico sem que ele precise ser assessor. Terceira: o assessor pode agora ser vinculado de três formas, como sócio, como empregado (CLT) ou como prestador de serviço. A sociedade deixou de ser a única porta de entrada.

Há uma restrição que precisa estar no radar de quem desenha a estrutura: se o assessor for contratado na modalidade pessoa jurídica, essa PJ deve ser unipessoal e exclusiva de uma única sociedade de AAI. É uma trava de exclusividade que limita certos arranjos de "PJ guarda-chuva". E há a Resolução CVM 179, irmã da 178, que cuida da transparência da remuneração e dos conflitos de interesse (os famosos rebates), relevante porque a forma como a firma remunera e divulga afeta a confiança do cliente e, indiretamente, o valor da franquia que a partnership protege.

A leitura prática: para a AAI, a 178 abriu exatamente o espaço para transformar assessores em sócios com vesting e pool, ou para combinar sócios-operadores, sócios de capital e assessores CLT numa mesma casa. A engenharia da Parte II encaixa quase inteira, desde que o desenho respeite a exclusividade da PJ e a transparência da 179.

Capítulo 12, A gestora sob a Resolução CVM 21

A gestora de recursos vive sob a Resolução CVM 21, e o ponto de atenção para a partnership é a estrutura de funções obrigatórias. Para se credenciar, a gestora precisa de objeto social específico, de um diretor de gestão, pessoa física responsável pela gestão das carteiras, e de um diretor responsável por risco, compliance e PLD. O detalhe que mais afeta o quadro de sócios: o diretor de gestão não pode acumular outras atividades no mercado de capitais, dentro ou fora da instituição.

Isso tem consequência direta no desenho da partnership. Os papéis estatutários obrigatórios precisam ser ocupados por pessoas habilitadas e dedicadas, o que limita quem pode estar em certas posições do organograma, e, portanto, como o pool e os comitês se relacionam com a estrutura formal de diretoria. Na prática, a gestora costuma ter uma camada societária (a partnership, com seu pool e vesting) e uma camada estatutária (os diretores responsáveis perante a CVM), e o acordo precisa costurar as duas sem conflito.

O resto da engenharia se aplica bem: gestoras são o exemplo mais clássico de firma movida a capital humano, e o pool por performance, o vesting e o book value são desenhos naturais para alinhar e reter gestores. O cuidado extra é apenas garantir que a governança da partnership não atropele as responsabilidades regulatórias dos diretores estatutários.

Capítulo 13, O wealth manager e o multi-family office

O wealth manager ou multi-family office é o caso mais ambíguo, porque depende do que ele de fato faz. Se há gestão discricionária de carteira, há gestão de recursos, e, portanto, registro de gestora sob a Res. CVM 21. Se a atividade é apenas consultoria (recomendação sem decisão discricionária), o enquadramento é o de consultor de valores mobiliários, sob a Resolução CVM 19. Muitos MFOs são híbridos, combinando consultoria, gestão e até distribuição, e aí a chave é a segregação de funções e a clareza sobre qual chapéu se usa em cada relação.

Para a partnership, isso significa que o primeiro passo do WM não é desenhar o pool, é definir e registrar corretamente a atividade. Feito isso, a engenharia se aplica como nas demais: o WM vive de relações de cliente de altíssimo valor e de longo prazo, exatamente o ativo que a partnership existe para reter e proteger. A não-concorrência e o não-aliciamento, aliás, são ainda mais críticos aqui, porque a carteira de um family office é a coisa mais portátil e mais valiosa do negócio.

Capítulo 14, O veículo: Ltda, S.A. ou SCP

A escolha do veículo é menos glamourosa que o desenho do pool, mas erra-se mais nela. Três opções, e uma recomendação por padrão.

A sociedade limitada é o cavalo de batalha. Para a maioria das AAls, gestoras e WMs, a Ltda é o veículo natural: admite acordo de quotistas (o equivalente funcional ao acordo de acionistas, regulando voto, transferência, opções e vesting), permite distribuição desproporcional de lucros prevista no contrato, e é simples e barata de operar. O acordo de quotistas é onde mora toda a engenharia da Parte II.

A S.A. entra quando a estrutura cresce, quando há investidor externo relevante, ou quando se busca a governança e os instrumentos de mercado, o acordo de acionistas pelo artigo 118 da Lei das S.A., as classes de ação, as units. Para a maioria das firmas pequenas e médias, a S.A. é complexidade desnecessária; para as que miram captação externa ou um futuro IPO, é o caminho.

A SCP, sociedade em conta de participação, é uma camada, não um veículo principal. Ela é útil para organizar o pool e o coinvestimento dos sócios sem expô-los no quadro societário da operação: um sócio ostensivo administra, os participantes entram na economia de forma reservada. É especialmente útil para veículos de coinvestimento que correm ao lado dos fundos ou das carteiras da casa.

A arquitetura típica de uma firma que cresce: uma holding dos sócios (onde vive o pool e o acordo de quotistas) controlando a sociedade operacional (a AAI ou gestora, credenciada na CVM), com eventualmente uma SCP para coinvestimentos. É a tradução, em escala menor, da estrutura de três camadas do BTG.



A arquitetura em três camadas societárias.

Capítulo 15, A tributação, onde a forma vira risco

Três pontos de atenção tributária separam uma partnership bem montada de uma bomba-relógio fiscal.

O primeiro é a distribuição desproporcional de lucros. Ela é lícita na Ltda, com previsão no contrato social, mas precisa de lastro e substância: o critério de mérito documentado (a conta gráfica) e a realidade de que se trata de distribuição de lucro, não de pagamento por trabalho. Sem isso, o risco é o Fisco requalificar a distribuição como pró-labore disfarçado, com incidência de contribuição previdenciária e imposto de renda, tema que o CARF já enfrentou. A regra prática: quanto mais a distribuição se parecer com salário variável, mais frágil ela fica.

O segundo é o vesting e o preço de ingresso financiado. Aqui a forma é tudo. Estruturado como aquisição de quotas com restrições e recompra, o ganho do sócio tende a ser tratado como ganho de capital (regime mais leve). Estruturado como "opção remuneratória" ou plano que se confunde com remuneração, corre o risco de ser tratado como verba salarial, com todos os encargos. A jurisprudência sobre planos de incentivo (inclusive stock options) está viva e dividida; a forma do instrumento e a existência de risco real para o beneficiário pesam muito.

O terceiro é a apuração de haveres na saída. O Código Civil, por padrão, manda apurar haveres pelo valor patrimonial em balanço de determinação, que tende a se aproximar do valor econômico, justamente o que mataria o modelo. A solução é substituir esse critério por um contratual (book value ou a fórmula de valuation com desconto por tempo), expressamente previsto no acordo. É a cláusula que converte a teoria do Bloco 5 em segurança jurídica e evita a perícia judicial cara e imprevisível.

> Aviso. Esta parte é um mapa, não um parecer. Distribuição desproporcional, vesting, não-concorrência e apuração de haveres têm jurisprudência viva e tratamento que varia com o caso concreto. Nada substitui a estruturação com assessoria jurídica, tributária e regulatória.

PARTE IV, IMPLEMENTAÇÃO

Capítulo 16, O roadmap, fase a fase

Montar uma partnership não é um evento, é um processo, e a ordem importa. Cinco fases.

Fase 1, Diagnóstico (semanas 1 a 3). Antes de qualquer cláusula, responda a quatro perguntas. Quem são os profissionais-chave, e qual o risco real de cada um sair? Qual a receita e o lucro por sócio? Qual o objetivo dominante, reter talento, organizar a sucessão do fundador, ou preparar a firma para uma venda? E qual a filosofia de preço: book value puro ou valuation com desconto por tempo? As respostas calibram tudo o que vem depois.

Fase 2, Desenho dos parâmetros (semanas 3 a 6). Calibre os seis blocos: o percentual do pool, os critérios e pesos dos pontos, o vesting e o cliff, o critério de preço de saída, os prazos de não-concorrência, a composição do comitê e o teto individual. O produto desta fase é um term sheet da partnership, uma página que resume todas as decisões antes de virar contrato (modelo no Capítulo 20).

Fase 3, Veículo e contrato (semanas 6 a 12). Escolha o veículo (Ltda, S.A. ou a combinação com SCP), redija o contrato/estatuto e o acordo de quotistas/acionistas, e ajuste o registro ou credenciamento na CVM se necessário. Valide o enquadramento regulatório, 178 para AAI, 21 para gestora, 19 para consultoria. Esta é a fase em que advogado, contador e consultor regulatório entram juntos.

Fase 4, Adesão dos sócios (semanas 12 a 16). Convide a primeira turma, formalize os termos de adesão, lance o preço de ingresso e o vesting. Comunique com cuidado: a primeira turma define a cultura, e a forma como o convite é feito é tão importante quanto os números. Um convite mal explicado gera ressentimento; um bem feito gera lealdade.

Fase 5, Governança e operação (contínuo). Instale o comitê, rode a primeira avaliação anual, faça a primeira realocação. E reserve, todo ano, um momento para revisar os parâmetros, o modelo é vivo, e o que serve a uma firma de dez sócios não serve à de trinta.



O roadmap de implementação em cinco fases.

Capítulo 17, Parâmetros por porte

Não existe um único conjunto de números certos. Há faixas, que mudam com o tamanho e a maturidade da firma. A tabela abaixo é um ponto de partida para a conversa, não um gabarito.

Parâmetro	Pequena (≤ 10 sócios)	Média (10-30)	Grande (30+)
---	---	---	---
% do lucro ao pool	15%-20%	20%	20%-25%
Vesting / cliff	4 anos / 1 ano	4-5 anos / 1 ano	5 anos / 1 ano
Critério de preço	Book value	Book value ou valuation simples	Valuation com desconto por tempo
Realocação	Anual, informal	Anual, com conta gráfica	Anual, comitê + auditoria
Não-concorrência	12-24 meses	24-36 meses	24-60 meses
Governança	Sócios decidem juntos	Comitê de partnership	Comitê + matérias reservadas + teto
Veículo	Ltda + acordo de quotistas	Ltda/S.A. + holding	Holding S.A. + SCP de investimento

A lógica por trás das faixas: firmas pequenas precisam de simplicidade e confiança; firmas grandes precisam de processo e impessoalidade, porque a confiança não escala. A conta gráfica formal, a auditoria, o teto individual e as matérias reservadas são respostas ao crescimento, instituem por regra o que antes se resolvia na conversa.

Capítulo 18, Riscos e armadilhas

Seis erros esvaziam o modelo, e todos são evitáveis.

O fundador que não solta. Se o teto individual e a sucessão não forem reais, a partnership é fachada, e o talento percebe rápido. O modelo só retém se a promessa de virar dono de verdade for crível. Fundador que quer todo o controle e os benefícios da partnership ao mesmo tempo não terá nenhum dos dois.

O sócio que vira passivo. Sem realocação e recompra, o sócio que parou de produzir continua faturando e desmotiva quem produz. A poda é desconfortável, mas é o que mantém o sistema vivo. Uma partnership sem mecanismo de saída do peso morto apodrece em poucos anos.

A distribuição desproporcional sem lastro. Usada como disfarce de salário, atrai o Fisco. Precisa de critério documentado e substância real de distribuição de lucro.

A não-concorrência inexecutável. Ampla demais e sem contrapartida, é derrubada na Justiça, e aí a firma fica sem proteção nenhuma. Calibre prazo e escopo ao proporcional.

O regulatório ignorado. Montar a estrutura sem checar a 178/21/19 pode inviabilizar o credenciamento ou criar conflito de exclusividade. O regulatório vem antes do desenho fino, não depois.

O valuation generoso na saída. Pagar caro a quem sai parece justo e quebra o caixa, sobretudo se várias saídas coincidem. A iliquidez, o book value e o limite anual de recompra existem por uma razão, e foi a ausência desse tipo de proteção que quase quebrou bancos maiores em corridas de saque.

Capítulo 19, Três cenários

Cenário A, A AAI de oito sócios. Um escritório de assessoria com oito sócios-operadores e forte dependência de dois "produtores" que respondem por metade da receita. Objetivo: reter os dois e reduzir o risco de saída. Desenho recomendado: Ltda com acordo de quotistas; pool de 18% do lucro; vesting de quatro anos com cliff de um; preço de saída a book value; não-concorrência de 24 meses com a participação no pool como contrapartida; governança simples, com os sócios decidindo juntos e um teto individual de 35%. Sob a CVM 178, os dois produtores viram sócios com vesting; um terceiro assessor entra como CLT, sem participação. O efeito: os produtores passam a ter motivo estrutural para ficar e construir, não só para faturar o mês.

Cenário B, A gestora em crescimento. Uma gestora que saiu de cinco para vinte profissionais em três anos e sente a cultura se diluir. Objetivo: institucionalizar a meritocracia e organizar a sucessão do sócio-fundador, que é o diretor de gestão. Desenho: holding dos sócios sobre a gestora; pool de 20% com conta gráfica formal e distinção producers/não producers; vesting de cinco anos; valuation simples para a saída; comitê de partnership de oito membros; teto individual de 30%. Cuidado regulatório central: o diretor de gestão dedicado não pode acumular, então a sucessão dele precisa ser planejada com antecedência, formar e credenciar o próximo. O efeito: a meritocracia deixa de depender do fundador e passa a viver no processo.

Cenário C, O multi-family office que consolida. Um MFO que cresce comprando carteiras de assessores e quer reter os profissionais adquiridos sem que eles levem os clientes embora depois. Objetivo: blindar a franquia e alinhar os recém-chegados. Desenho: definir primeiro o enquadramento (consultoria sob a Res. 19 ou gestão sob a 21, ou ambos com segregação); Ltda com SCP para investimentos; pool ponderado por retenção de clientes, não só por receita; não-concorrência e não-aliciamento robustos (e exequíveis) de 36 meses; preço de saída em escada por tempo de casa, para premiar quem fica. O efeito: a carteira adquirida se fixa na instituição, e o profissional só captura valor cheio se permanecer.

Capítulo 20, Modelo de term sheet da partnership

Antes de o advogado redigir o acordo, alinhe as decisões numa página. Este é um esqueleto para preencher.

1. Veículo e estrutura. Tipo societário: [Ltda / S.A.]. Estrutura: [holding dos sócios sobre a operacional / firma única]. SCP de coinvestimento: [sim / não].
2. Pool. Percentual do lucro ajustado destinado ao pool: [●%]. Base de cálculo (lucro ajustado): [definição]. Repartição: por pontos da conta gráfica, com distinção producers/não producers: [sim / não].
3. Mérito. Critérios de avaliação e pesos: [receita ●%, captação ●%, retenção ●%, gestão de pessoas ●%, risco/compliance ●%]. Periodicidade: anual. Confidencialidade das notas: [sim].
4. Entrada. Preço de ingresso: [critério]. Financiamento pela firma: [sim], índice de correção: [CDI]. Vesting: [●] anos; cliff: [●] ano(s).
5. Saída e preço. Critério de preço: [book value / valuation por fórmula]. Escada por tempo de casa: [●]. Limite anual de recompra: [●% do pool].
6. Proteção. Não-concorrência: [●] meses, território [●]. Não-aliciamento: [●] meses. Confidencialidade: [prazo].
7. Governança. Comitê de partnership: [composição]. Matérias reservadas e quórum: [●%]. Teto individual de participação: [●%]. Reunião prévia e voto em bloco: [sim].
8. Regulatório. Enquadramento: [AAI 178 / gestora 21 / consultoria 19]. Pontos de atenção: [exclusividade PJ / diretor de gestão dedicado / segregação].

Capítulo 21, Anexos

Glossário essencial

Pool, parcela do lucro separada para distribuição entre os sócios por mérito. Participação no Pool, fatia de cada sócio nesse bolo, definida por pontos. Conta gráfica, registro acumulativo de pontos (e do débito de ingresso) de cada sócio. Pontos, unidades de avaliação de desempenho, cumulativas. Vesting, aquisição gradual da participação ao longo do tempo. Cliff, carência mínima antes de qualquer direito. Book value (valor patrimonial), patrimônio líquido dividido pelo número de quotas; o preço interno da participação. Apuração de haveres, cálculo do valor a pagar ao sócio que sai. Distribuição desproporcional, repartição de lucros diferente da proporção de quotas, lícita na Ltda se prevista no contrato. SCP, sociedade em conta de participação, veículo reservado para pool e coinvestimento. Producers / não producers, sócios que geram receita direta versus os que sustentam a operação.

Checklist de implementação

- [] Objetivo definido (reter / suceder / vender) e filosofia de preço escolhida
- [] % do pool e critérios de pontos calibrados e documentados
- [] Vesting, cliff e preço de ingresso definidos
- [] Critério de preço de saída (haveres) fixado no contrato
- [] Não-concorrência, não-aliciamento e sigilo proporcionais e com contrapartida
- [] Comitê de partnership, reunião prévia e matérias reservadas instituídos

- [] Teto individual de participação definido
- [] Veículo escolhido e contrato + acordo de quotistas redigidos
- [] Enquadramento CVM validado (178 / 21 / 19)
- [] Tributação revista (desproporcional, vesting, haveres) com assessoria
- [] Term sheet aprovado pela primeira turma
- [] Calendário anual de avaliação e realocação definido

Sobre as cláusulas-modelo

As cláusulas-modelo espalhadas pela Parte II são ilustrativas e adaptadas da estrutura de mercado de acordos de sócios de firmas de advisory e wealth. Reunidas, elas formam o esqueleto de um acordo de quotistas, mas um acordo real tem dezenas de cláusulas adicionais (definições, declarações e garantias, arbitragem, disposições gerais) e precisa ser redigido e revisado por advogado, calibrado ao caso concreto e ao enquadramento regulatório da firma.

Material didático da série sobre a partnership do BTG. Baseia-se no caso da Harvard Business School (2013) sobre o BTG Pactual; no estudo de Yale, "Banco BTG Pactual Emergency Liquidity Program, 2015" (Journal of Financial Crises, 2025); em Morrison & Wilhelm, "Partnership Firms, Reputation, and Human Capital" (American Economic Review, 2004); na reportagem da InvestNews "O BTG além do banco" (2025); e na estrutura de mercado de acordos de sócios de firmas de advisory e wealth. As referências às Resoluções CVM 178, 179, 21 e 19 são indicativas e estavam vigentes na data de elaboração. Não constitui aconselhamento jurídico, tributário, contábil ou regulatório. Estructure sempre com assessores habilitados.

Para aprofundar o debate sobre arquitetura de incentivos e modelagem societária, conheça a atuação da prática societária e de M&A 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.