

PARTNERSHIP: **O Que Deu Certo** **e O Que Deu** **Errado no** **Mercado**

Modelo, estrutura e metodologia a partir de +350 operações atendidas no Brasil

ÍNDICE

01	Resumo Executivo	02
02	A história do Partnership Introdução	03
03	O que é Partnership Capítulo 1	05
04	O que deu certo e o que deu errado Capítulo 2	07
05	Plano de Partnership Capítulo 3	13
06	Como a AAWZ pode ajudar Capítulo 4	16
07	O futuro do Partnership no mercado Conclusão	18

RESUMO EXECUTIVO

O mercado de distribuição e aconselhamento de investimentos está em um ponto de inflexão, com um novo mercado brasileiro de investimentos se formando. Desde 2021, o regulador vem atualizando sua base normativa para elevar a transparência na cadeia para os participantes e, principalmente, para o investidor.

O cenário mudou. São 1.284 assessorias, 499 consultorias CVM ativas, 16.792 assessores e um ecossistema que já coordena mais de R\$ 1 trilhão em ativos. A entrada dos bancos no modelo B2B, a regulação CVM 178/179, a aceleração do fee-based e o crescimento do número de consultorias redefiniram as regras do jogo. Quem não se adaptar vai ficar para trás.

Nos últimos 8 anos, a AAWZ participou de mais de 350 operações no mercado de investimentos brasileiro. Vimos de perto o que funciona e o que não funciona. A conclusão é direta: o mercado está cheio de partnerships que nunca foram pensadas para durar.

Partnership não é um percentual no contrato social. É um sistema: cultura, governança, remuneração, expectativas e liquidez. A história mostra que os negócios mais resilientes do mercado financeiro global foram construídos sobre modelos de partnership. Mas também mostra que copiar sem adaptar é receita certa para o fracasso.

Esses fatores estão forçando escritórios a repensarem estratégias de curto, médio e longo prazo, em busca de eficiência operacional e ajustes no modelo de negócio. Cresce a importância de processos internos e, principalmente, de uma estrutura jurídica que não limite a estratégia nem produza fricção. Em termos objetivos, o que trouxe muitas empresas até aqui não é, necessariamente, o que as levará aos próximos estágios.

Este relatório apresenta uma leitura estratégica, do ponto de vista jurídico e regulatório, para assessorias e consultorias de investimentos, com foco nos desafios estruturais e nas decisões que separarão negócios consistentes e perenes daqueles que ficarão pelo caminho.

Este ebook traz o que funciona, o que não funciona, e como construir um modelo de partnership que gere valor real. Com dados, frameworks e a visão de bastidor de quem já participou de diversos momentos e movimentos do mercado.

Nós cuidamos dos profissionais do mercado financeiro, para que eles possam cuidar dos seus clientes. Isso começa pelo alicerce: um modelo de partnership que sustenta ambição individual dentro de um propósito coletivo.

1869

Goldman Sachs

A história do partnership moderno em finanças não começa no Brasil. Começa em 1869, em Nova York, quando Marcus Goldman resolveu fazer algo radical: fundar um banco baseado em responsabilidade ilimitada. Ser partner no Goldman Sachs significava mais que receber lucro. Significava responder pessoalmente pelas dívidas da firma. Skin in the game com consequências reais. Era arriscado, exigia confiança absoluta, mas construiu uma instituição que durou 130 anos sem abrir capital. Quando a Goldman finalmente entrou em bolsa em 1999, o modelo de partnership já havia provado ser o cimento mais resistente que existe em finanças. A lição é mais atual que nunca: partnership não é apenas uma forma de remunerar, é uma forma de construir instituições que duram gerações.

1971

Banco Garantia

No Brasil, a importação desse conceito começa em 1971, quando Jorge Paulo Lemann fundou o Banco Garantia. Lemann tinha voltado de Harvard com uma tese clara: meritocracia radical + mentalidade de dono = instituição duradoura. A Garantia atraiu os melhores profissionais do mercado porque oferecia algo que ninguém oferecia: participação real no resultado, não como salário, mas como dono.

O bancário enviou Luiz Cezar Fernandes ao Goldman Sachs para conhecer o modelo de partnership do banco. Inspirado na estrutura do Goldman, o banco desenvolveu uma cultura empresarial baseada em meritocracia e mentalidade de dono, na qual executivos de alto desempenho eram convidados a ingressar na sociedade da instituição.

1983 - 2008

Banco Pactual / BTG Pactual

A próxima grande transformação vem em 1983, com Luiz Cezar Fernandes (ex-Garantia) e Paulo Guedes, que fundam o Pactual e implementam o formato de partnership com a experiência de Luiz Cezar adquirida no Garantia. André Esteves, que ingressou no Pactual ainda muito jovem e ao longo dos anos, Esteves destacou-se no desenvolvimento de negócios da instituição e acabou se tornando um dos principais executivos e posteriormente sócio do banco.

Em 2006, o Pactual foi vendido ao UBS, passando a se chamar UBS Pactual.

Dois anos depois, em 2008, André Esteves liderou um grupo de executivos e ex-sócios na recompra da instituição, dando origem ao BTG Pactual. A Partnership do BTG sobreviveu até mesmo ao IPO e hoje ainda detem o controle do Banco.

2001

XP Investimentos

A XP Investimentos foi fundada em 2001, por Guilherme Benchimol, inicialmente como um escritório de agentes autônomos de investimento em Porto Alegre. Ao longo de sua trajetória de crescimento, a empresa também passou a incorporar elementos do modelo de partnership em sua cultura organizacional, especialmente à medida que a instituição se consolidava como uma das principais plataformas de investimentos do país.

2016

O surgimento do Partnership nas assessorias de investimentos

Um marco importante na evolução do modelo de partnership nas assessorias ocorreu em 2016, quando a XP realizou o primeiro comitê de partnership com os principais escritórios da rede. Até então, a maioria das assessorias operava com estruturas societárias focadas principalmente na geração de fluxo de caixa e distribuição de dividendos entre os sócios.

Nesse encontro começaram as primeiras discussões estruturadas sobre a implementação de programas de partnership nas assessorias, incluindo a definição de critérios de valuation e mecanismos de admissão de novos sócios. A partir dessas discussões, surgiu o primeiro modelo de valuation aplicado às assessorias da rede, de 10(dez) vezes o Lucro Líquido da operação, permitindo que o partnership fosse estruturado de forma mais padronizada, escalável e replicável entre diferentes operações.

Esse processo marcou uma mudança relevante na forma como muitas assessorias passaram a enxergar seu próprio negócio. A partir de então, diversas empresas passaram a estruturar programas formais de partnership, com critérios definidos para admissão de novos sócios, métricas de desempenho e mecanismos de valorização societária.

2025

Partnership e o boom das consultorias

Mais recentemente, com o boom das consultorias de valores mobiliários independentes, esse modelo também passou a ser adotado por estas empresas. Embora existam diferenças relevantes entre os modelos operacionais das assessorias e das consultorias, ambas passaram a utilizar o partnership como instrumento de alinhamento de incentivos, retenção de talentos e desenvolvimento institucional de longo prazo.

E não somente se inspiraram nos modelos de partnership, como também diversas consultorias estão cometendo os mesmos erros já cometidos pelas assessorias na última década.

O que este ebook busca fazer é trazer essas lições, filtradas pela experiência de 350+ operações, para quem está construindo ou reestruturando seu modelo de partnership. Porque cada fase tem seus desafios e oportunidades. Cada estágio do negócio exige uma solução diferente. Cada contexto regulatório (assessoria vs consultoria vs gestor) e de maturidade do negócio importa. Não existe receita de bolo ou modelo de prateleira.

O QUE É PARTNERSHIP

O conceito central: organismo vivo

Quando o mercado começou a copiar partnership, simplificou. Contratou advogado, fez acordo de sócios volumoso, distribuiu percentuais entre fundadores e achou que tinha resolvido. Na prática, o que vimos foi: critérios pouco claros de entrada, ausência de ritos de avaliação, decisões tomadas na base da percepção pessoal de cada sócio.

Muitas empresas hoje parecem ter partnership no papel. Na prática, têm fragmentação de interesse disfarçada de sociedade.

O Partnership é um organismo vivo, que deve refletir o presente e o futuro da companhia, sem se amarrar ao passado. Não é somente os contratos. Contratos apenas o alicerce. Organismo vivo é: cultura que recompensa comportamento de dono, governança que torna decisões céleres e justas, remuneração desenhada para equilibrar presente e futuro, expectativas explícitas sobre o que significa ser sócio, e regras de entrada e saída que protegem a instituição e transparente com os indivíduos.

Dois instrumentos formam a base: um Plano de Partnership (documento que descreve visão, critérios, processos) e um Acordo de Sócios (contrato com direitos, deveres e proteções). O Plano é vivo e evolui a cada ciclo e janelas de apuração. O Acordo é rígido e precisa só de ajustes pontuais e atualizações de tempos em tempos.

O teste mais prático de eficiência de um partnership é perguntar: existe fila para comprar participação? Se ninguém quer comprar, o modelo está quebrado. Se demanda é maior que oferta de cotas/ações, o modelo está funcionando. Quando observamos operações com partnership saudável, ver os colaboradores tentando acelerar a sua entrada é sinal de que o prêmio pelo risco está sendo capturado corretamente.

Fit cultural, visão e valores

David Gage é um consultor americano que é especialista em dissoluções de partnerships/negócios. Ele estudou centenas de casos e publicou um livro chamado "The Partnership Charter". Uma estatística o marcou: 80% das dissoluções de sociedades não vêm de razões econômicas. Vêm de desalinhamento de valores, de expectativas não comunicadas, de descoberta tardia de que sócios querem coisas fundamentalmente diferentes.

A razão é simples mas pouco admitida: partnership/sociedade é como casamento. Uma boa sociedade multiplica riqueza, conhecimento, qualidade de vida. É preciso ter valores em comum e alinhamento nos objetivos de curto, médio e longo prazo.

Isso é fit cultural. Não é concordar em tudo. É concordar em como discordar. É entender se vocês querem a mesma casa no final ou casas diferentes. É saber se ambos estão dispostos a abrir mão de algo para que o coletivo ganhe.

Valores compartilhados não significam valores idênticos. Significam que vocês conseguem conversar sobre diferenças sem que se torne pessoal. Que quando a discussão aquece, alguém consegue dizer: "Eu discordo de você, mas respeito sua visão, e vamos procurar um meio-termo." Sem dizer isso, não há partnership que sobreviva a uma crise.

Governança e decisões

Governança existe para tornar decisões céleres e legítimas, não para burocratizar. Uma governança que trava decisão não serve. Uma que autoriza um indivíduo a decidir sozinho sem prestação de contas corrói confiança. Governança boa é aquela que você não percebe operar até que não existe mais.

A estrutura de governança deve sempre refletir o estágio de maturidade da empresa. Escritórios em fase inicial tendem a operar com estruturas decisórias mais simples e centralizadas nos sócios fundadores. À medida que a empresa cresce, aumenta também a necessidade de mecanismos mais sofisticados de governança, capazes de organizar a participação de múltiplos sócios e garantir maior previsibilidade nas decisões estratégicas.

Conselho de administração, comitês, diretorias, Independente do modelo, o que funciona é ter previsibilidade. Cada órgão ou pessoa sabe o escopo de sua autoridade, não precisa ficar perguntando a cada passo, mas com as decisões sendo tomadas nas formas e quoruns previstos. A pior dinâmica é não ter critério claro, onde cada decisão vira uma negociação.

As regras do jogo

Partnership é organismo vivo, mas precisa de uma estrutura contratual robusta: regras claras de entrada, permanência e saída. Sem essas regras, qualquer tremor desmonta a estrutura.

Entrada. Como alguém vira sócio? Quanto tempo na firma? Qual contribuição? Qual investimento? Qual percentual inicial? Tudo isso deve estar documentado. Não em contrato, mas em documento de política interna que guia comitê de partnership. Essa clareza evita favoritismo. Evita que dois sócios discordem sobre quem deveria ter entrado quando.

Permanência e diluição. Aqui é onde muitas parcerias falham. A firma cresce. Novos sócios entram. Os antigos não investem mais capital, então sua percentagem na firma diminui. Isso é diluição natural. Mas é difícil de aceitar. Alguém que entrou com 50% e agora tem 25% se sente traído. Por isso precisa estar explícito: quando você não acompanha crescimento com novo capital, sua participação vai diluir. Quando você investe capital adicional, você dilui menos ou não dilui. Simples, previsível, justo.

Vesting & lock-up. Novos sócios entram com ações sujeitas a vesting: você recebe 20% em dia um, depois 20% a cada ano nos próximos 4 anos. Se você sai no ano 2, você perde o que não vestiu. Isso protege a firma de alguém entrar, pegar equity, trabalhar 6 meses e sair levando tudo. Vesting também funciona como incentivo para permanência. Protege expectativa futura. inserir link com a questão do lock-up nos acordos de sócios”

Saída: Good leaver versus bad leaver. Se você sai por aposentadoria, morte ou invalidez, é good leaver. Direito de vender suas cotas pelo preço de mercado, tempo para vender, sem restrição. Se você sai violando non-compete, aliciando cliente, ou prejudicando o negócio pode ser enquadrado como bad leaver. Pode perder cotas, pode ter restrição de tempo, pode levar desconto. A distinção importa. Protege cultura e protege futuro dos que ficam.

Non-compete. Cláusula que diz: se você sai, não pode competir com o negócio por X anos (geralmente 6 m a 12 m) em raio geográfico Y. Isso é proteção básica. Evita que sócio saia e monte um negócio concorrente.

Calls & Puts. Mecanismos para compras e recompras, saídas, apuração de haveres pautados em regras claras e objetivas, usando como parametro o valuation interno.

Partnership é organismo vivo, mas organismos vivos também precisam de estrutura. As regras que descrevemos aqui são esqueleto. Não sufocam a vida que circula por dentro, mas permitem que a vida seja sustentável.

CAPÍTULO 2

O QUE DEU CERTO E O QUE DEU ERRADO

O mercado de investimentos se apaixonou pela palavra *partnership* e, em muitos casos, se perdeu nela. Muita gente acreditou que resolveria o tema ao contratar um bom escritório de advocacia, assinar um acordo de sócios volumoso e distribuir pequenas participações societárias. Na prática, continuou tudo igual. Critérios pouco claros, ausência de ritos de avaliação, falta de dados por profissional e decisões tomadas muito mais na base da percepção do que de método. O resultado foi a banalização de um conceito que, quando bem implementado, pode ser um dos principais instrumentos de crescimento, retenção e alinhamento de incentivos de uma empresa de investimentos.

Os contratos são o alicerce do *Partnership*, e sim! são imprescindíveis para garantir a segurança jurídica do seu negócio, mas não somente a existência de contratos resulta em um *Partnership* meritocrático e transparente.

Partnership de verdade não é o contrato em si, é o conjunto de regras dinâmico que disciplina quem entra, quem cresce, quem reduz participação e quem eventualmente sai, e como isso se adapta conforme a cultura e os estágios/maturidade do negócio. O *Partnership* é um organismo vivo, que deve refletir o presente e o futuro da companhia, sem se amarrar ao passado.

Em um mercado no qual boa parte do valor do negócio está nas pessoas, nas carteiras de clientes e na capacidade da operação de reter talentos, *partnership* não é um luxo institucional. É uma peça central de governança e perenidade.

Empresas com um *partnership* bem estruturado, onde os sócios possuem o desejo de adquirir cada vez mais equity, possuem um diferencial competitivo real. A retenção de talentos se torna natural.

A verdade é que, se o seu *partnership* não tem mais demanda que oferta, ou seja, mais pessoas querendo comprar do que vender, está na hora de você repensar o seu modelo. Esse racional é um ótimo parâmetro para entender a atratividade e efetividade do seu modelo.

Mais do que premiar, um modelo bem implementado direciona comportamento, retém talentos e fortalece a identidade do negócio.

Muitos profissionais estão desacreditados do conceito de *partnership*, em razão de terem passado por estruturas rasas ou promessas vazias. A verdade é que um modelo de *partnership* atrativo e eficiente está vinculado às questões de formato de remuneração e incentivos dos profissionais, e a um valuation interno atrativo, onde fique claro que há potencial de ganho em um evento de liquidez futuro.

Nos últimos anos, acompanhando as assessorias e consultorias, operacionalizando seus modelos de *partnership*, e auxiliando mais de 350 operações, pudemos analisar de perto o que deu certo e o que deu errado nessas operações:

■ CONTRATAR POR CUSTÓDIA, DESLIGAR POR CULTURA

Um dos principais erros das operações foi realizar a contratação de profissionais simplesmente analisando a parte quantitativa ou seja, a custódia (AuC) dos profissionais de bancos/outras assessorias, sem considerar a parte qualitativa, questões atreladas ao fit cultural e as soft skills do profissional em questão.

Soma-se à falta do filtro qualitativo, o pagamento de luvas altas com expectativas irreais de conversão de clientes, sendo que, na maioria dos casos essa migração/tombamento dos clientes simplesmente não ocorreu, seja por erro de dimensionamento do potencial de conversão ou por falta de transparência do profissional sobre o tamanho real da carteira de clientes.

Além disso, diversas operações adicionaram repasses acima do padrão como também equity para atrair os profissionais. Ou seja, tivemos o partnership utilizado como forma de atração e o equity muitas vezes concedido a profissionais que não tinham fit cultural ou comportamento de dono.

Nem todos têm “perfil de sócio”; há pessoas que não querem empreender, ou assumir o risco do negócio. Uma pessoa empreendedora, por outro lado, quer resolver problemas diariamente e esse é o perfil que você deve buscar nos seus sócios.

Um sócio/profissional desalinhado com a cultura da empresa não apenas não é um bom sócio, como pode comprometer o negócio, sendo um detrator de cultura/maça podre, contaminando o ambiente e todos à sua volta.

Para ter um negócio perene, é essencial que você busque profissionais que estejam alinhados com os pilares da cultura da empresa, que tenham habilidades comportamentais complementares aos demais sócios e, desde o processo seletivo, demonstrar o que e quais comportamentos não são aceitáveis no seu negócio.

O modo que você executa o Partnership inicia no processo de contratação para novos assessores e colaboradores e segue até a cultura organizacional no dia a dia da sua assessoria.

■ ANALISAR APENAS O QUANTITATIVO PARA ELEGIBILIDADE

É comum conversarmos e recebermos operações que, no decorrer dos anos, utilizaram-se somente de gatilhos atrelados à performance, como a entrega de determinadas metas de Captação (NNM) x ROA, transferência da carteira e afins, para mensurar a elegibilidade dos novos Sócios, em alguns casos, houve a assinatura de contratos para que, no caso do atingimento de determinados triggers, automaticamente o profissional vestia o equity adicional, sem qualquer análise cultural ou filtro comportamental.

Para ter um partnership funcional, é imprescindível aplicar uma matriz de “performance x cultura”, tal qual o ninebox. Operações que documentam essa matriz ganham previsibilidade para promoções e eventuais diluições. Você mapeia cada profissional em dois eixos: performance (quantitativo) versus potencial/cultura (qualitativo).

Para conseguir realizar esses acompanhamentos, é indispensável contar com suporte tecnológico através de B. I para gestão dos indicadores de performance e também, plataformas/processos de gestão de desempenho, documentando rotina de reuniões 1:1 entre líderes e liderados, com uma frequência mínima e perguntas que deverão ser respondidas pelas lideranças e documentados, o que impactará em feedbacks baseados em dados e alinhamentos anteriores, como também gerará um histórico/filme completo do profissional na operação.

Desta forma, você consegue ter uma compreensão mais abrangente do desempenho da equipe, diminuindo a subjetividade-por mais que esta nunca seja eliminada-no que tange à aderência cultural.

Além disso, é essencial contar com um comitê com etapas, datas, feedbacks registrados e decisão comunicada com transparência, inclusive para quem não tiver alteração nas suas participações.

Se você contratar ou premiar simplesmente pela custódia ou desempenho quantitativo do profissional, provavelmente você terá problemas atrelados à cultura e a conta chegará.

Por fim, cabe uma reflexão sobre cultura. Não basta a delimitação dos pilares da cultura sem a execução no dia a dia. A cultura é formada, na maioria das vezes, pelo exemplo. Escrever os pilares da cultura na parede ou em um slide bonito não é o suficiente, é preciso praticar no dia a dia os pilares e deixar claro o que é inegociável para o negócio. O óbvio muitas vezes precisa ser repetido: a palavra convence, mas o exemplo arrasta.

■ IMPLEMENTAR MODELOS PRONTOS DE OUTROS NEGÓCIOS

Copiar um acordo de sócios “padrão de mercado” e acreditar que isso equivale a ter um Partnership. Não equivale. O que a maioria constrói não é um sistema de partnership, mas apenas um contrato de prateleira, replicado de outras empresas, com cláusulas genéricas, critérios implícitos e nenhuma conexão real com a estratégia, a cultura e o estágio do negócio.

Os contratos-acordo de sócios, plano de partnership e afins-são o alicerce do Partnership, e sim, são imprescindíveis para garantir a segurança jurídica do seu negócio, mas somente a existência de contratos não é o suficiente para criar alinhamento, meritocracia e transparência.

Claro que, os contratos vão trazer todos os sócios para a mesma página acerca das regras do jogo, mas o partnership não é composto somente de simples documentos.

Modelos de prateleira falham porque partem de uma premissa falsa: “Se funcionou para outra empresa, funciona para a minha.” Não funciona. Cada negócio tem uma tese de crescimento diferente, uma estrutura de receita distinta, níveis diversos de risco regulatório, perfis de sócios assimétricos, estágios de maturidade completamente diferentes.

Quando todas usam o mesmo acordo societário e modelo de partnership, o partnership não reflete o negócio real, ele vira um objeto estranho à operação, que só é lembrado em momentos de estresse.

Mais importante que ter regras de prateleiras ou acordos replicados de outras operações, é ter contratos, ritos, incentivos e processos de avaliação que definam a regra do jogo de forma clara e direta, estruturados sob medida para a sua operação.

A verdade é que a estrutura jurídica também serve como mecanismo de atração e retenção de talentos, quando você estipula um valuation interno atrativo, define regras transparentes sobre a origem e “propriedade” da carteira de clientes, concede além de equity, fornecer direitos políticos, estrutura os processos e documenta o plano de partnership, você torna o seu negócio mais profissional e, conseqüentemente, atrativo aos olhos dos profissionais do mercado.

A diferenciação do seu negócio começa na metodologia e na transparência com os profissionais. Assim como na relação com clientes, as empresas de investimentos precisam transmitir clareza na relação com os profissionais.

■ MÚLTIPLOS INTERNOS ELEVADOS

Outro armadilha em que diversas operações caíram foi replicar o múltiplo e formato de valuation interno de outros negócios. Sendo que, em sua maioria, os múltiplos internos eram elevados em bases ainda pequenas. Embalada por crescimento acelerado, a operação fixa um preço que traz o futuro para o valor presente e vende a ideia de que tal avaliação já está capturada. O descompasso entre expectativa e realidade surge rápido.

O preço interno afasta profissionais elegíveis ou cria atrito com quem comprou no passado, trava o ciclo de partnership e institui um prêmio de risco que o time não está disposto a pagar. Em pouco tempo, o mesmo crescimento que parecia justificar o múltiplo elevado vira argumento para ir embora, especialmente quando a liquidez é rarefeita e o caminho de entrada não é claro.

O caminho seguro é trabalhar com múltiplos realistas, ancorados na capacidade de geração de caixa e na escala efetiva do negócio, mas com apuração no futuro, e, este múltiplo, ao nosso ver, deve ter, no mínimo, um desconto de 3 a 4 vezes em relação ao esperado para um deal externo/valuation externo.

Em outras palavras, significa reconhecer que a empresa ainda está crescendo, explicitar que o preço final dependerá do resultado entregue e registrar, de antemão, as condições de revisão. Isso evita projetar sucesso como fato consumado, protege a atratividade da partnership e alinha todos. O valor se constrói no tempo, e o preço acompanha a execução, não o entusiasmo do momento.

Muitas casas desenharam seus modelos de partnership na época de ouro do mercado, quando receita, incentivos e múltiplos pareciam infinitos, e nunca mais revisaram as regras internas. Continuam vendendo o mesmo sonho de que um dia a empresa pode valer 10% do ativo total sob assessoria/aconselhamento, baseado em meia dúzia de casos excepcionais, sem ajustar discurso e engenharia societária à realidade atual.

Uma regra simples para você entender a eficiência da sua partnership seria verificar se existe briga para comprar mais sociedade. Se você utiliza desculpas como “meu time é muito sênior, não está na idade de comprar equity”, “meu time é muito júnior, está na idade de comprar casa, carro”, você criou um modelo societário ineficiente.

Se você ainda utiliza múltiplos de prateleira, como 10 x o lucro líquido (implementado em 2016 pelo comitê de partnership da principal corretora), para modelar o seu partnership, ele pode não ser tão atrativo para os partners. O que vemos acontecer é que muitas casas desenharam modelo na época de ouro (2019-2022) e nunca revisaram. Partnership virou obsoleto e ninguém quer comprar.

O valor se constrói no tempo, e o preço acompanha a execução, não o entusiasmo do momento.

■ CONGELAR O CAP TABLE

Escritórios que não abrem cap table por anos criam o que podemos chamar de "cultura de prisão". Não tem saída. Ou você é sócio fundador, ou você fica analista para sempre. Há exceções óbvias, mas o padrão vira esse.

E a consequência é também previsível: talentos saem. Não porque discordam de algo tático. Mas porque enxergam não ter futuro dentro. A fila de venda cresce. A fila de compra desaparece.

O caminho é simples: abertura anual de 3% a 4% do cap table. Teste de saúde. Trilhas progressivas. Comunique ao mercado interno: todo ano tem oportunidade. Se você atender critérios, pode comprar. Conhecimento do sistema cria previsibilidade. Previsibilidade retém talento.

■ O QUE DEU CERTO NO MERCADO:

Se os erros são padrões, os acertos também são. Vimos operações que construíram partnerships duradouras. Não porque tiveram sorte. Mas porque respeitaram quatro princípios estruturantes.

PRINCÍPIO 1: PARTNERSHIP COMO ORGANISMO VIVO

Partnership não é evento isolado. Não é "fazemos acordo de sócios e pronto". É processo contínuo. Organismo que cresce, respira, se adapta. Tem momento de expansão, consolidação, correção de rumo.

Operações que entendem isso não tentam desenhar o sistema perfeito de uma vez. Desenham estrutura base e depois a revisam a cada 12 ou 18 meses. Cenário de mercado mudou? Modelo se adapta. Tamanho da operação dobrou? Plano de partnership evolui. Liderança trocou? Não significa refazer do zero, significa revisar pressupostos.

A construção é gradual. Confiança mútua é testada antes de ser formalizada. Valores são alinhados cedo, não depois de conflito. Metodologia é conforme momento de mercado, tamanho da operação, maturidade dos líderes. Operações iniciais pedem velocidade, menos processos. Operação madura pede governança, documentação, comitês estruturados.

A analogia do próprio mercado financeiro é útil aqui. Na B3, temos ações focadas em dividendos (receita constante, risco menor) e ações de growth (reinvestimento agressivo, risco maior). Podemos ter partnership adaptado para dois perfis diferentes: aquele que quer renda previsível e aquele que quer escalar. Alguém que entra aos 45 anos pode ter interesse em receber dividendos de equity. Alguém que entra aos 35 anos pode querer reinvestir e crescer participação. Modelos de prateleira não permitem essa diferenciação.

Os sinais de saúde de um partnership bem sucedido são relativamente simples de medir. Abertura anual 3% a 4% do cap table e fila/desejo de compra maior que fila/desejo de venda.

COMITÊ DE PARTNERSHIP, RITOS E METODOLOGIA

Um partnership estruturado responde três perguntas básicas: quem compra, quanto compra, como compra. Assim se define a metodologia de avaliação e definição do modelo. Um Comitê de partnership é a engrenagem que roda isso. Membros definidos, com mandato claro. A cadência pode ser semestral ou anual, assim como ciclos de partnership.

Quem é elegível? Quem será promovido? Os ritos do processo são: Avaliação Quanti e Quali (análise de dados de custódia, receita, cultura, liderança), Deliberação (debate e votação), Comunicação (feedback estruturado para todos, promovidos e não promovidos), Formalização (documentação de acordo e atos de governança)

A transparência do processo é tão importante quanto o resultado. Profissionais que recebem feedback estruturado sobre por que não foram promovidos se tornam motivados para melhorar. Profissionais que não recebem feedback se tornam detratores internos. Carregam mágoa. Contam para colegas. Criam narrativa de favoritismo. Um processo bem comunicado evita tudo isso.

VALUATION INTERNO NÃO É VALUATION EXTERNO

Este é talvez o princípio mais técnico, mas também mais importante para criar confiança.

Valuation externo é aquele que mercado faz quando você vende operação. Normalmente realizado via DCF, para projetar fluxo de caixa futuro e trazer a valor presente e levando em conta crescimento esperado ou em múltiplos de mercado (6-10 x EBITDA, 0, 5% a 3% de AuC).

Valuation interno é aquele que você usa como base para entradas e saídas do seu negócio. Deve ser mais acessível, com desconto de 3 x a 4 x versus externo. Se valuation externo é R\$ 50 milhões, interno é R\$ 12 a 15 milhões. Se valuation externo é R\$ 100 milhões, interno é R\$ 25 a 30 milhões. Desconto significativo, que reflita risco de liquidez e incentivo para crescimento (quem compra barato tem upside maior).

Os métodos mais usados para precificar são múltiplo de EBITDA ou lucro. O importante é que, qualquer que seja o método, ele seja previsto no acordo de sócios, com mecanismos de revisão deste múltiplo ao longo do tempo.

CONTRATOS SOCIETÁRIOS E REGRAS TRANSPARENTES

Alicerce de qualquer partnership duradouro é a estrutura contratual clara. Não é papel bonito. É documento que antecipa cenários difíceis e estabelece como você resolve.

Estrutura mínima de qualquer operação seria: Acordo de Sócios (regras entre sócios, muito mais que jurídico, é operacional), Contrato Social (registro em cartório, base legal da empresa), Contratos de Partnership (para cada novo sócio que entra, com os detalhes específicos dele).

Sem contratos claros, cada divergência vira incêndio. Sócio antigo quer levar cliente quando sai. Sócio novo acredita ter direito a voto total desde dia um. Divisão de lucro é discutida todo trimestre. Operação entra em paralisia.

Operações que investem na estruturação contratual desde o início economizam, em média, meses de negociação e valores significativos em honorários advocatícios quando surge primeira divergência relevante. O custo de estruturar é fração do custo de litigar. E custo emocional é zero comparado a desgaste de conflito prolongado.

CAPÍTULO 3

PLANO DE PARTNERSHIP

Elegibilidade, Valuation e Modalidades

O Plano de Partnership é o documento central que operacionaliza todo o sistema. Enquanto o Acordo de Sócios formaliza as regras jurídicas que vinculam os participantes, o Plano detalha a metodologia: como o sistema funciona no dia a dia, quem é elegível, como se avalia, como se adquire equity e como se processa uma eventual saída. Mas antes de chegar ao Plano, existe um trabalho estratégico que precisa acontecer: revisão do modelo de compensação, construção do valuation e definição da tese de geração de valor ao sócio. Sem essas etapas prévias, o Plano nasce desconectado da realidade do negócio. Muitas operações possuem um Acordo de Sócios bem feito, mas carecem de um Plano de Partnership. O resultado é previsível: as regras do jogo existem, mas a rotina do jogo é indefinida. Quando chega o momento de avaliar um profissional, não existe critério documentado, e quando chega a hora de alguém sair, todos descobrem que o contrato não cobre aquele cenário específico.

Na prática, o Plano de Partnership é o instrumento que conecta a estrutura jurídica ao dia a dia da operação. Ele traduz os princípios do acordo de sócios em processos repetíveis, comunicáveis e auditáveis. E é justamente nessa tradução que a maioria das operações falha, porque tratar partnership como documento estático é o mesmo que tratar um plano de negócios como algo que você escreve uma vez e nunca mais revisita.

■ QUEM PODE COMPRAR?

As operações mais sofisticadas estruturam a elegibilidade em camadas. A primeira camada é quantitativa obrigatória: AuC mínimo, NNM positivo sustentado, receita gerada e ROA acima de patamares previamente definidos. A segunda camada é qualitativa, igualmente obrigatória: liderança comprovada, alinhamento cultural efetivo, capacidade de colaboração e histórico de compliance. A terceira camada é voltada ao potencial de contribuição futura, que se materializa em entrevista estruturada com o comitê e na apresentação de um plano concreto para os próximos anos no negócio.

Esse modelo de elegibilidade em camadas se conecta diretamente com a estruturação de planos de carreira e incentivos e as funções exercidas pelos potenciais partners. Pois cada uma gera um perfil diferente de candidato ao partnership, e os critérios de elegibilidade precisam refletir essa diferença. O assessor hunter com carteira própria tem métricas de elegibilidade distintas do líder executivo que gera valor pela gestão de equipes. Tratar todos com a mesma régua é simplificar o que não deveria ser simples. A elegibilidade precisa capturar todas as formas relevantes de contribuição ao negócio.

Transparência nesse processo é absolutamente crítica. Cada profissional da operação precisa saber com clareza qual é o critério vigente, se está ou não elegível, quais são as razões caso não esteja e quando poderá se candidatar novamente. As operações que comunicam isso de forma estruturada reduzem significativamente a narrativa de favoritismo que corrói partnerships por dentro.

■ QUANTO PODE COMPRAR?

A prática que se mostra mais eficaz é a abertura anual de 3% a 4% do cap table, com o valor calculado a partir do valuation interno e sujeito a um vesting/lock-up de três a cinco anos.

Contudo, para tangibilizar quanto cada um pode comprar, é preciso conectar com o total comp do profissional, com a política de bonificação da empresa e com a existência ou não de matching por parte da operação. Sem essa conexão, o partnership fica descolado da realidade financeira das pessoas que deveriam querer comprar. Se o valuation interno exige um investimento de R\$ 300 mil para 1% da operação, mas o profissional elegível ganha R\$ 25 mil por mês, a conta simplesmente não fecha sem um mecanismo de viabilização.

Não faz sentido desenhar o partnership isoladamente do plano de carreira, da política de bônus e da estrutura de remuneração. Os três precisam conversar. O bônus pode ser parcialmente convertido em equity. O matching da empresa pode acelerar o acesso. O financiamento interno pode democratizar a entrada de profissionais que ainda não acumularam capital. Quando você desenha esses instrumentos de forma integrada, o partnership deixa de ser um privilégio de quem já tem dinheiro e passa a ser um caminho acessível para quem gera valor de verdade.

Para tornar mais concreto: uma operação com valuation interno de R\$ 4 milhões que abre 4% ao ano disponibiliza R\$ 160 mil de equity por período. Se essa operação tem cinco profissionais elegíveis, cada um pode acessar, em média, R\$ 32 mil de equity. Combinando compra direta com conversão de bônus e matching, o investimento efetivo do profissional pode cair pela metade. Em cinco anos, R\$ 800 mil foram ofertados aos profissionais, o cap table evoluiu de forma saudável e a operação criou um ciclo virtuoso de atração e retenção.

■ COMO PODE COMPRAR?

Existem quatro modalidades principais: a compra direta, na qual o profissional investe capital próprio; a conversão de bônus, em que parte do bônus anual é convertida em equity; o matching progressivo, em que a empresa acompanha proporcionalmente o investimento feito pelo profissional; e o financiamento interno, no qual a aquisição é quitada por meio de desconto em dividendos futuros.

É preciso desenhar o formato sob medida que se encaixe ao momento do seu negócio e dos sócios. Negócios em momento de rápido crescimento podem ofertar matching progressivo para acelerar o ingresso de novos sócios. Operações mais maduras, com profissionais seniores que já possuem capital acumulado, podem priorizar a compra direta. Operações que querem democratizar o acesso ao partnership para profissionais mais jovens, que ainda estão construindo patrimônio, devem estruturar a conversão de bônus como porta de entrada principal. O que vemos funcionar melhor na prática é a combinação dessas modalidades. Modelos rígidos que oferecem uma única forma de compra inevitavelmente excluem perfis que deveriam estar dentro.

■ METODOLOGIA DE AVALIAÇÃO

O núcleo do processo de avaliação é a análise conjunta de aspectos quantitativos e qualitativos. O componente quantitativo ordena os candidatos em um ranking objetivo, enquanto o componente qualitativo funciona como critério eliminatório: se alguém apresenta números excelentes, mas possui é detrator de cultura é inelegível, ponto.

No fim do dia, um profissional alinhado, confiável e com comportamento de dono costuma ser mais valioso para a longevidade da empresa do que alguém que performa muito, mas corrói cultura, não respeita processo e transforma a relação societária em uma disputa permanente de curto prazo. Essa é uma realidade que vemos se repetir: profissionais brilhantes em números que destroem cultura, afastam colegas e criam ambientes tóxicos que acabam custando muito mais do que a receita que geraram.

A melhor prática para a avaliação qualitativa não é concentrar toda a análise comportamental em uma avaliação 180/360 próxima ao comitê, mas sim construir ao longo do tempo um histórico real do profissional. Reuniões 1:1 entre líderes e liderados, com frequência mínima, perguntas estruturadas e registros consistentes, formam um filme completo da trajetória de cada pessoa dentro da empresa. Você passa a analisar o filme, não a fotografia. Isso reduz subjetividade, melhora a qualidade dos feedbacks e aumenta a assertividade da decisão final.

Idealmente, meses antes da reunião do comitê, cada profissional já terá recebido feedback estruturado sobre sua situação, de modo que quando o comitê efetivamente se reúne, não existam surpresas. E ao final do processo, é de suma importância a realização de feedback com todos os profissionais, inclusive aqueles que não tiveram alteração em sua participação. Quem foi elegível, quem não foi, por quê, quais pontos precisam ser desenvolvidos até a próxima rodada. A transparência do processo é tão importante quanto o resultado.

COMO A AAWZ PODE AJUDAR

As Etapas do Projeto

Estruturar um partnership é uma jornada que envolve duas frentes simultâneas e complementares: a jurídico-societária e a estratégica. A primeira garante a segurança formal da operação. A segunda transforma a intenção de criar um partnership em um modelo de negócio completo, com métricas, incentivos e liquidez desenhados sob medida. Na prática, essas frentes caminham juntas, e é na integração entre elas que reside a diferença entre um partnership que funciona e um que existe apenas no papel.

ETAPA 1

Diagnóstico e Partnership Estratégico.

O ponto de partida é abrir o kimono da operação, mapear o status atual e identificar as lacunas. Paralelamente ao trabalho jurídico, a área de estratégia conduz a revisão do modelo de compensação atual. Organograma, modelos de remuneração e bonificação, modelo de avaliação de performance e KPIs, avaliação de desempenho e cultura: todas essas estruturas são revisadas e ajustes podem ser apontados, a fim de garantir que a implementação do partnership encontre uma base sólida para se desenvolver.

Com o modelo de compensação revisado, passamos à construção do valuation e da tese de negócio. A metodologia que determinará quanto vale a operação e, conseqüentemente, quanto vale cada participação. Não se trata de um exercício meramente financeiro: o valuation precisa refletir a realidade do negócio e ser compreensível para quem está comprando equity. Além disso, desenhamos a estratégia de geração de valor ao sócio, definindo o equilíbrio entre dividendos e equity e construindo um pitch para o time que explicita os gatilhos de crescimento e as oportunidades de ganho individual do modelo.

ETAPA 2

Modelo e Plano de Partnership.

Nesta etapa se definem quem pode comprar equity, com base em quais critérios, a que preço, por qual modalidade e como será avaliado ao longo do tempo. É a fase mais densa do trabalho estratégico: construímos o modelo de avaliação de performance, os critérios de elegibilidade, o modelo de avaliação de cultura e os ritos do partnership, que são os momentos formais de avaliação, promoção, reconhecimento e, quando necessário, desligamento societário. O resultado é um documento de acesso interno, transparente para todos os envolvidos.

Estruturamos também o modelo de liquidez, que responde à pergunta mais prática de todas: como o sócio transforma sua participação em dinheiro. Isso inclui regras de resgate, janelas de liquidez, mecanismos de funding e condições de saída. Paralelamente, elaboramos o planejamento de cap table, a projeção de como a estrutura societária evoluirá à medida que novos sócios ingressam, participações são diluídas e resgates ocorrem. É o instrumento que garante a sustentabilidade financeira do modelo no longo prazo.

ETAPA 3

Estrutura Contratual e Societária.

Com o diagnóstico em mãos, desenha-se a estrutura que faz sentido para aquela operação específica, seja ela uma S.A., uma Ltda. ou uma holding, definindo o alicerce que orientará todo o restante do processo.

ETAPA 4

Acordo de Sócios.

Elaboração de um documento feito sob medida, no qual cada cláusula responde a uma pergunta real sobre participação, votação, dividendos, transferência de quotas, sucessão e resolução de conflitos.

ETAPA 5

Governança e Compliance.

Estruturação dos comitês necessários: de partnership para as eleições periódicas, de auditoria para a revisão dos números e, quando aplicável, de um conselho consultivo para orientação estratégica.

ETAPA 6

Kit Societário e Gestão de Contratos.

Elaboração de toda a documentação de suporte, incluindo procurações, resoluções, regulamento de dividendos e tabela de signatários. É a rastreabilidade que protege a operação no médio e longo prazo.

ETAPA 7

Onboarding, Ongoing e Offboarding.

Processos estruturados para cada momento do ciclo de vida do sócio: ingresso com onboarding formal, permanência com revisão anual e, quando necessário, saída organizada com resgate de equity, NDA pós-desligamento e transição adequada de clientes.

CAPÍTULO 5

O FUTURO DO PARTNERSHIP NO MERCADO

Conclusão

Estamos em um ponto de inflexão no mercado. As consultorias crescem de forma acelerada, mas nem sempre com a disciplina necessária na estruturação de seus modelos de partnership. A tentação é compreensível: crescer rápido, contratar por custódia e depois tentar desconstruir aquilo que foi mal estruturado. As consultorias que seguirem esse caminho vão, inevitavelmente, repetir os mesmos erros que as assessorias cometeram entre 2019 e 2023.

O modelo fee-based está transformando a dinâmica do mercado de forma relevante. A remuneração por comissão era volátil e imprevisível, ao passo que o fee-based, por ser recorrente, permite ter mais previsibilidade. Essa mudança, contudo, exige uma revisão profunda dos modelos de incentivos, porque o valor do profissional passa a ser medido pelo relacionamento que construiu ao longo do tempo, não pela última transação que executou. Além disso, as Consultorias não possuem os cheques e verbas provenientes dos contratos de exclusividade das assessorias.

O movimento de M&A também funcionará como filtro natural. Operações que não possuem governança definida terão crescente dificuldade em atrair investidores ou concretizar transações relevantes. Documentação clara, processos transparentes, múltiplos realistas e cap table saudável deixaram de ser diferenciais competitivos e passaram a constituir pré-requisitos mínimos.

Os escritórios que efetivamente vão prosperar nos próximos anos serão aqueles que compreendem o partnership como um sistema completo, não como um slogan. Que investem seriamente na estruturação contratual, que constituem regras definidas, que estabelecem critérios objetivos de elegibilidade, que promovem abertura regular do cap table e que cultivam a transparência como valor inegociável.

Quer estruturar o partnership do seu escritório?

Fale com a AAWZ Partners

AGENDE UMA CONVERSA

aawzpartners.com | gestao@aawz.com.br | [@aawzpartners](https://www.instagram.com/aawzpartners)

AAWZ

Cuidamos dos profissionais do mercado financeiro
para que eles possam cuidar de seus clientes