

**UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO
ESCOLA POLITÉCNICA**

LEONARDO FRANCO MASSINI

**MODELO DE DECISÃO PARA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS NO SETOR
FINANCEIRO PARA GESTORAS DE ATIVOS COM BASE NA COMPETIÇÃO DE
INSTITUIÇÕES TRADICIONAIS COM STARTUPS FOCADAS EM SERVIÇOS
FINANCEIROS (*FINTECHS*)**

**São Paulo
2021**

LEONARDO FRANCO MASSINI

**MODELO DE DECISÃO PARA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS NO SETOR
FINANCEIRO PARA GESTORAS DE ATIVOS COM BASE NA COMPETIÇÃO DE
INSTITUIÇÕES TRADICIONAIS COM STARTUPS FOCADAS EM SERVIÇOS
FINANCEIROS (*FINTECHS*)**

Trabalho de formatura apresentado à Escola
Politécnica da Universidade de São Paulo para
obtenção do diploma de Engenheiro de
Produção.

Orientador: Prof. Dr. Guilherme Ary Plonski

São Paulo

2021

Autorizo a reprodução e divulgação total ou parcial deste trabalho, por qualquer meio convencional ou eletrônico, para fins de estudo e pesquisa, desde que citada a fonte.

Catálogo-na-publicação

Massini, Leonardo

MODELO DE DECISÃO PARA ANÁLISE DE INVESTIMENTOS NO SETOR FINANCEIRO PARA GESTORAS DE ATIVOS COM BASE NA COMPETIÇÃO DE INSTITUIÇÕES TRADICIONAIS COM STARTUPS FOCADAS EM SERVIÇOS FINANCEIROS (FINTECHS) / L. Massini -- São Paulo, 2021.

130 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção.

1.Empreendedorismo 2.Bancos 3.Finanças 4.Estratégia 5.Mercado de capitais I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de Produção II.t.

AGRADECIMENTOS

Aos meus pais, pelo carinho, cuidado, dedicação e caráter, que me possibilitaram ser quem sou hoje. Vocês são exemplos de ser humano!

Ao meus avós, Vasco e Joanina, que me ensinaram desde cedo, junto com meus pais, o significado de amor incondicional.

À minha irmã Carolina, que me ajudou ao longo de todos estes anos, seja com um conselho ou com uma bronca.

Aos meus familiares, que sempre estiveram presentes em todas as etapas da minha vida.

À minha parceira Giordana, que sempre estava lá para me cobrar, mas também para oferecer ajuda e refúgio.

Ao Professor Ary, pela receptividade, cordialidade e contribuição imensurável ao trabalho de formatura.

Aos meus amigos de todos os anos de Poli, por tornarem os dias serem mais leves na faculdade.

Ao Poli Finance e a todos os amigos que fiz lá, que me acolheram e foram fundamentais na escolha do rumo profissional que tomei.

À equipe com que trabalhei durante o estágio, por todo o desenvolvimento que tive como profissional e pelo acolhimento que sempre recebi.

E a todos os presentes por fazerem esta Universidade ser o que é.

CITAÇÕES

“Competição faz um trabalho muito mais eficiente que o governo em proteger consumidores.” - Thomas Sowell

“Nada é menos produtivo do que tornar eficiente algo que nem deveria ser feito.”
- Peter Drucker

“Não é o mais forte que sobrevive, nem o mais inteligente. Quem sobrevive é o mais disposto à mudança” - Charles Darwin

“A tarefa não é tanto ver aquilo que ninguém viu, mas pensar o que ninguém ainda pensou sobre aquilo que todo mundo vê.” - Arthur Schopenhauer

RESUMO

O setor financeiro foi excessivamente concentrado por poucos bancos por muito tempo. Na última década, percebendo esta ineficiência, causada em grande parte por conta da regulação, o Banco Central instituiu agendas com o intuito de flexibilizar as barreiras de entrada do setor, permitindo com que novos players, os bancos digitais, entrassem no sistema, com modelos mais novos, ágeis e eficientes, aumentando a competitividade no setor como um todo. Este fato alterou a dinâmica competitiva que existia até então, trazendo mudanças também nos fundamentos da indústria, ao opor os modelos tradicionais e os digitais. A fim de endereçar e entender os impactos destas mudanças, surgiu a necessidade de elaboração de um modelo que ajudasse a analisar o setor e auxiliasse na tomada de decisão do time de investimentos da gestora. O estudo foi estruturado com análises qualitativas e quantitativas, que servem de fontes para o modelo elaborado pelo autor. Elaborou-se um canvas para cada modelo de negócio, modelos estes que também passaram por uma série de análises competitivas e estratégicas, como as análises das forças de Porte, SWOT, do encantamento do cliente pelo NPS, entre outras. Após as análises qualitativas, realizaram-se as quantitativas, quantificando-se os impactos desta competição ao longo dos últimos anos. Nesta seção, foram realizadas análises de tamanho e participação de mercado dos players estudados, análise dos unit economics de seus clientes e foi estimado, com base no múltiplo justo para cada tipo de empresa, o retorno esperado para as companhias listadas em bolsa. Cumpridas estas duas etapas, o modelo foi elaborado, com a escolha dos fatores envolvidos e seus respectivos pesos obtidos através de conversas com especialistas do setor e uma calibragem feita a partir de dados passados. Os resultados das análises indicaram uma transformação relevante no setor financeiro, na qual os bancos digitais vêm ganhando cada vez mais relevância no cenário nacional, enquanto os bancos tradicionais vêm perdendo sua relevância, reduzindo a concentração bancária no país. Este fenômeno impulsionou, nos bancos tradicionais, uma onda de transformação digital e busca por eficiência, que resultou em cortes de custos e aumento do emprego da tecnologia a fim de gerar maior eficiência operacional. Mesmo com estes esforços, a estrutura de custos pesada, a falta de eficiência e a cultura ainda são problemas. Já nos bancos digitais, o modelo de ecossistema baseado na tecnologia, mais ágil, sem estrutura física e com foco no cliente se mostrou vencedor, com os players experimentando crescimentos exponenciais. Outro ponto relevante é que devido à fácil distribuição digital e à gratuidade da conta, os bancos digitais tiveram um papel muito importante na bancarização da população brasileira. Enfim, os dados obtidos foram inseridos no modelo de decisão elaborado, mostrando que os bancos digitais têm um potencial de crescimento e valorização maior devido a todas as dinâmicas de mercado os afetar positivamente. Entretanto, ambos os modelos de negócios são investimentos interessantes, porém, para perfis diferentes de investidores e com uma relação diferente de risco e retorno.

Palavras-chave: Modelo de decisão. Investimentos. Setor Financeiro. *Fintechs*. Startups. Lean Startup. Competição. Empreendedorismo. Estratégia.

ABSTRACT

The financial sector was excessively concentrated with few banks for a long time. In the last decade, realizing this inefficiency, largely caused by regulation, the BC instituted agendas to ease the sector's entry barriers, allowing new players, digital banks, to enter the system, with more models. new agile and efficient, increasing competitiveness in the sector. This fact changed the competitive dynamics that existed until then, bringing changes to the industry's fundamentals as well, by opposing traditional and digital models. To address and understand the impacts of these changes, the need arose to develop a model that would help analyze the sector and assist in the decision-making of the manager's investment team. The study was structured with qualitative and quantitative analyses, which serve as sources for the model developed by the author. A canvas was prepared for each business model, models that also underwent a series of competitive and strategic analyses, such as the analysis of Porter's forces, SWOT, customer engagement by NPS, among others. After the qualitative analyses, the quantitative ones were carried out, which sought to quantify the impacts of this competition over the last few years. In this section, analyses of the size and market share of the studied players were carried out, analysis of the unit economics of their customers and the expected return for companies listed on the stock exchange was estimated based on the fair multiple for each type of company. Once these two steps were completed, the model was elaborated, with the choice of factors involved and their respective weights obtained through conversations with industry experts and a calibration based on past data. The results of the analyses indicated a relevant transformation in the financial sector, in which digital banks have been gaining more and more relevance in the national scenario, while traditional banks have been losing their relevance, reducing banking concentration in the country. This phenomenon has driven, driven, in traditional banks, a wave of digital transformation and the search for efficiency, which resulted in cost cuts and increased use of technology in order to generate greater operational efficiency. Even with these efforts, the cumbersome cost structure, lack of efficiency and culture are still an issue. In digital banks, the technology-based ecosystem model, more agile, without physical structure and focused on the customer, proved to be a winner, with players experiencing exponential growth. Another relevant point is that due to the easy digital distribution and free account, digital banks played a very important role in the banking of the Brazilian population. Finally, the data obtained were inserted into the decision model developed, showing that digital banks have a potential for growth and greater appreciation due to all market dynamics affecting them positively. However, both business models are interesting investments, but for different investor profiles and with different risk and return relation.

Keywords: Decision model. Investments. Financial sector. Fintechs. Startups. Lean Startup. Competition. Entrepreneurship. Strategy.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Evolução do número de agências no Brasil nos últimos cinco anos.....	86
Gráfico 2 - Crescimento passado e estimado para os players digitais	87
Gráfico 3 - Evolução no número de clientes dos principais players digitais	87
Gráfico 4 - Número de clientes dos bancos digitais privados pelo mundo no final de 2019	88
Gráfico 5 - Efeito da experiência do cliente para a retenção do mesmo	92
Gráfico 6 - Tempo médio para atingimento de determinado número de clientes	93
Gráfico 7- Número de CPFs com relacionamento bancário ativo.....	98
Gráfico 8 - Impactos da competição nas taxas do setor financeiro	99
Gráfico 9 - Impactos da competição nas taxas do setor financeiro	100
Gráfico 10 - Evolução do share de resgates por instituição financeira.....	101
Gráfico 11 - Evolução do share de resgates por modelo de negócio	101
Gráfico 12 - Revenue Pool do setor financeiro.....	103
Gráfico 13 - Profit Pool do setor financeiro.....	105

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Organograma do time de análise da gestora	20
Figura 2 - Ciclo Lean Startup.....	34
Figura 3 - Princípios do Lean Startup	35
Figura 4 - Metodologia Agile.....	36
Figura 5 - Esquema representativo do ciclo de Scrum, o sprint	37
Figura 6 - Cálculo do NPS.....	39
Figura 7 - Modelo de um Business Model Canvas	40
Figura 8 - Quadro - Análise SWOT	42
Figura 9 - 5 forças de Porter.....	44
Figura 10 - Fórmula Teórica do Customer Acquisition Cost, CAC	47
Figura 11 - Roadmap de inovação do Banco Central.....	55
Figura 12 - Organização do SFN.....	56
Figura 13- Canvas dos bancos tradicionais	62
Figura 14 - Canvas dos bancos digitais e fintechs	70
Figura 15 - Análise SWOT dos bancos tradicionais	76
Figura 16 - Iniciativas de contas e carteiras digitais no Brasil	78
Figura 17 - Análise SWOT dos bancos digitais e fintechs.....	78
Figura 18 - Esquema ilustrativo das Forças de Porter	79
Figura 19 - Cenário competitivo atual do setor.....	82
Figura 20 - Agenda BC# e seus pilares.....	85
Figura 21 - Exemplo de aplicativo de banco tradicional	90
Figura 22 - Exemplo de SuperApp	90
Figura 23 - Indicadores e resultados relativos à estrutura organizacional interna do Inter em 2020	91
Figura 24 - Comparação do processo de abertura de conta	95
Figura 25 - Reclame Aqui bancos tradicionais	96
Figura 26 - Reclame Aqui bancos digitais	96
Figura 27 - Presença nacional do Banco Inter	98
Figura 28 - Fórmula do cálculo da média ponderada	116

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - TSR Itaú	51
Tabela 2 - Histórico da taxa anual e spread por linha de crédito.....	100
Tabela 3 - CAC Inter	106
Tabela 4 - CTS Inter.....	107
Tabela 5 - ARPU e FCF do cliente Inter.....	107
Tabela 6 - FCF e valor calculado do cliente Inter	108
Tabela 7 - LTV/CAC do cliente Inter.....	108
Tabela 8 - FCF do cliente e <i>Unit Economics</i> dos bancos brasileiros.....	109
Tabela 9 - Indicadores Econômicos dos bancos analisados	111
Tabela 10 - P/L histórico dos bancos tradicionais estudados.....	113
Tabela 11 - P/L histórico dos players digitais estudados.....	113
Tabela 12 - TSR bancos tradicionais	114
Tabela 13 - TSR para os bancos digitais	115
Tabela 14 - Parâmetros para o cálculo do score de cada empresa	118
Tabela 15 - Teste de calibragem.....	119
Tabela 16 - Dados aplicados ao modelo	119
Tabela 17 - Modelo de decisão	119

LISTA DE ABREVIATURAS E SÍMBOLOS

BACEN	Banco Central do Brasil
FIDC	Fundo de Investimentos em Direitos Creditórios
IF	Instituição Financeira
KYC	Know Your Customer
OKR	Objectives and Key Results
P/Ciente	Preço por cliente
P/L	Preço sobre Lucro
P/Receita	Preço sobre receita
P/VP	Preço sobre valor patrimonial
ROE	<i>Return On Equity</i> - Retorno sobre Patrimônio Líquido
TI	Tecnologia da Informação
UX	<i>User Experience</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	14
1.1 MOTIVAÇÃO E IMPORTÂNCIA DO TRABALHO.....	14
1.2 CONTEXTUALIZAÇÃO.....	14
1.3 A EMPRESA E O PROBLEMA	17
1.4 PAPEL DO AUTOR DO TRABALHO	20
1.5 OBJETIVO DO TRABALHO	21
1.6 FONTES DE INFORMAÇÃO	21
1.7 ORGANIZAÇÃO E ESTRUTURA DO TRABALHO	25
2 METODOLOGIA E REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	32
2.1 CONCEITOS E DEFINIÇÕES.....	32
2.1.1 Lean Startup.....	32
2.1.2 Gestão Ágil.....	35
2.1.3 Scrum.....	36
2.1.4 NPS.....	38
2.2 FERRAMENTAS	39
2.2.1 Business Model Canvas	39
2.2.2 Análise SWOT	40
2.2.3 Análise das 5 forças de Porter	43
2.2.4 Análise dos Unit Economics.....	44
2.2.5 Estudo dos múltiplos P/L – médio.....	47
2.2.6 Total Shareholder Return - TSR	50
3 FRAMEWORK DE ANÁLISE PARA ELABORAÇÃO DO MODELO DE DECISÃO..	52
3.1 ANÁLISES QUALITATIVAS	52
3.1.1 Análise setorial.....	52

3.1.2 Regulação	52
3.1.3 Tipos de players atuantes no setor.....	57
3.1.4 Dinâmicas de funcionamento, operação e interação entre os players	60
3.1.5 Modelos de negócios e estruturas organizacionais	62
3.2 ANÁLISE COMPETITIVA.....	74
3.3 AGENDA BC#	83
3.4 ANÁLISE ESTRATÉGICA.....	85
3.4.1 Estratégias de distribuição.....	85
3.4.2 Estratégias de operação e produto.....	88
3.4.3 Estrutura Interna	91
3.4.5 Foco no Cliente.....	92
3.5 PRODUTOS, SERVIÇOS E UX	93
3.5.1 Abordagem frente ao produto e UX.....	93
3.6 PAPEL SOCIAL DESTES MODELOS DE BANCOS E <i>FINTECHS</i> NA SOCIEDADE CAPITALISTA ATUAL	97
3.6.1 Impactos do modelo digital	97
3.6.2 Impactos da competição	98
3.7 ANÁLISES QUANTITATIVAS	102
3.7.1 Cálculo do tamanho dos mercados analisados.....	102
3.7.2 Profit Pool do setor	104
3.7.4 Unit Economics.....	105
3.7.4 Análise de indicadores econômicos	110
3.7.5 <i>Valuations</i> relativos	112
3.8 TSR (Total Shareholder Return)	114
3.9 MODELO DE DECISÃO.....	115

3.9.1 Método e escolha dos fatores	115
3.9.2 Calibragem e validação do modelo	118
3.10 MODELO DE DECISÃO COM APLICAÇÃO DOS OUTPUTS DAS ANÁLISES PARA O SETOR FINANCEIRO NO BRASIL	119
4 CONCLUSÕES	121
4.1 RESULTADOS OBTIDOS	121
4.2 PRÓXIMOS PASSOS	124
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	126

1 INTRODUÇÃO

1.1 MOTIVAÇÃO E IMPORTÂNCIA DO TRABALHO

A análise de setores que vem passando por disrupções têm se tornado cada vez mais complexa, tornando o trabalho dos analistas que os cobrem cada vez mais complexo. O setor financeiro é um dos que se encaixa nesta categoria, dado que os bancos tradicionais vem sofrendo bastante, principalmente nos últimos anos, com a concorrência com os bancos e corretoras digitais, que tem ganhado cada vez mais mercado com propostas muitas vezes agressivas, usando de gratuidade e *cashback* como mecanismos de aquisição e retenção dos seus clientes. Segundo KANTAR (2019) um terço da população brasileira bancarizada já era cliente de pelo menos um banco digital, porém, apenas 9% dessas pessoas tinha na sua conta digital a sua conta titular. Com isso, como analista do setor, é imprescindível entender por completo este fenômeno que vem acontecendo e seus efeitos no setor como um todo, para que seja possível exercer o trabalho de suporte à tomada de decisão dos gestores de forma eficiente e acurada. Desta forma, surgiu a motivação para o trabalho, que objetiva a criação de um modelo de análise para empresas do setor financeiro, a fim de auxiliar os gestores da empresa a tomarem as decisões corretas à medida que o setor evolui.

1.2 CONTEXTUALIZAÇÃO

O ambiente competitivo do setor financeiro no Brasil, onde poucos bancos dominam o setor, sempre foi um ponto de atenção para o Banco Central, para os clientes e para os investidores, cada um com seu motivo e incentivo. Os bancos, por conta da competição reduzida, sempre puderam cobrar tarifas sobre serviços nos quais possuíam custo praticamente zero e *spreads* altos, oferecendo um serviço muito aquém do que deveria ser para os clientes que não fossem de suas linhas de negócios voltadas para clientes de patrimônio e renda mais altos.

Com isso em mente, o Banco Central começou a agir no sentido de abrir os mercados nos quais estes bancos atuavam, a fim de aumentar a competição do setor e, conseqüentemente, a oferta de produtos e serviços para os clientes mal servidos.

Como o ambiente competitivo no setor financeiro no Brasil sempre foi muito concentrado e restrito, como já citado, os grandes bancos conseguiam cobrar altas taxas de juros e muitas tarifas sobre serviços, dado que seus clientes “não tinham pra onde fugir”. Esta dinâmica resultava em ROEs excessivamente altos, de 14,6% em 2018 e de 13,7% em 2019, como mostra FEBRABAN (2019). A agenda montada pelo Banco Central como resposta foi e tem sido bastante positiva, flexibilizando regulações vigentes ou criando regulações que tornam possível a competição por mercados como o de contas e serviços bancários de forma digital, o de crédito, o de seguros, o de investimentos, entre muitos outros, que antes eram restritos devido à complexidade e restrição regulatória e à escassez de capital que havia para companhias que se aventuravam nestes segmentos do mercado financeiro.

As mudanças regulatórias neste setor nos últimos anos, viabilizou o surgimento de muitas *fintechs*, algumas de maneira sustentável, outras não, mas todas com um objetivo relativamente parecido: servir ao cliente de uma forma melhor e mais barata.

As *fintechs* são, resumidamente, *start ups* de serviços financeiros ou até bancos (digitais), que possuem cultura forte, focadas no uso intensivo da tecnologia e de conceitos atribuídos ao modelo *lean*, com gestão ágil, além de possuírem um imenso potencial de escalabilidade. Desta forma, conseguem ser muito mais ágeis, em todos os sentidos, testando, validando e descartando iniciativas, de modo que as mais interessantes e com maior mercado potencial e tração vençam e torne-se produtos.

Start Ups são caracterizadas, no geral, por seu alto potencial de escalabilidade e por seu modelo totalmente focado em tecnologia. Isto garante a estas companhias uma eficiência operacional muito grande, que players comuns da indústria, os incumbentes, não conseguem atingir, muitas vezes ficando para trás e sendo disruptados por estas empresas, que, em poucos anos, nascem, ganham tração, escalam, crescem e tomam o mercado para si.

Toda esta dinâmica faz com que estas empresas tenham cada vez mais investidores interessados em investir em seus negócios, dado que, por conta do modelo de negócios escalável e a consequente eficiência operacional que anda junto com o modelo, estes investidores enxergam neste tipo de empresa, um potencial de retorno gigantesco sobre o capital investido, muito maior do que em qualquer outro tipo de ativo,

apesar do risco muito mais alto também, inerente a todas estas companhias de alto crescimento.

O interesse crescente de investidores neste tipos de empresas fez o mercado de Venture Capital crescer no Brasil e no mundo nas últimas décadas, levando às *start ups*, uma fonte e um volume de capital muito maior do que estas companhias estavam acostumadas até a alguns anos atrás, o que, em muitos casos, fez com que *valuations* fossem inflados e companhias com modelos relativamente piores conseguissem investimentos e com isso sobrevivessem.

Todo o interesse do mercado de capitais neste tipo de ativo, entretanto, fica restrito a investidores institucionais e a investidores qualificados, ou seja, que já possuem uma quantia bastante alta de dinheiro investido, o que evidencia o caráter restrito do mercado de venture capital. Para investidores individuais e todo o restante das gestoras de recursos do país, o espectro de ativos elegíveis para investimentos é menor, com o segmento de *equities* (ações) sendo, provavelmente, o mais atrativo nos últimos anos.

A dinâmica de aceleração do surgimento de *fintechs* no Brasil aumentou bastante a competição no setor financeiro nos últimos anos, com elas atacando cada vez mais os segmentos nos quais estão inseridas as principais linhas de receitas dos bancos, algumas com bastante êxito, como são os casos de XP, Nubank, Creditas, Inter, entre muitas outras.

Isto gerou um ambiente desafiador para os grandes bancos, que sofrem em muitas frentes, seja em seus diferentes tipos de receita, que vêm sendo atacados, seja pela sua estrutura, tanto organizacional quanto de negócios, que é tradicionalmente mais lenta, burocrática e engessada.

Apesar de todo seu crescimento, a grande maioria das *fintechs* ainda não atingiu tamanho nem maturidade suficiente para abrir capital nas bolsas de valores ao redor do mundo, com algumas poucas exceções, como XP, Stone, PagSeguro e Banco Inter. Como resultado, o investidor regular e as gestoras que desejam analisar e eventualmente investir no setor financeiro, ficam restritos a alguns poucos bancos, e todos eles incumbentes, com exceção do Inter, único banco digital de fato com capital aberto na

bolsa brasileira, e a XP, Stone e PagSeguro, que têm suas ações listadas fora do país, na Nasdaq.

Assim, é de extrema importância que a decisão de investimento neste setor seja muito bem fundamentada, dada toda a complexidade que o envolve, seja investindo em bolsa, seja investindo em *fintechs*, para que estes investidores tenham retornos satisfatórios e possam compor patrimônio ao longo tempo, além de contribuir para um mercado de capitais mais bem desenvolvido e forte.

Neste sentido, este trabalho se propõe a analisar os fatores mais importantes quanto ao setor financeiro de modo a gerar um modelo de decisão robusto que auxilie tanto os investidores quanto os empreendedores a tomar decisões de negócios de maneira mais técnica, fundamentada e assertiva, de modo a maximizar seu sucesso e seus retornos.

1.3 A EMPRESA E O PROBLEMA

A empresa onde trabalha o autor deste trabalho é uma gestora de fundos de investimentos em renda variável, que gere recursos tanto de pessoas físicas, que aportam seu capital por meio das corretoras que hoje operam no mercado, como de investidores institucionais, que aportam seu capital diretamente na conta de gestora, por meio da administradora contratada pela equipe e de seu contato com o time interno de relações com investidores.

A gestora em questão foi fundada em São Paulo, no ano de 2008, sendo uma das maiores e mais bem conceituadas gestoras do país, sendo, assim, referência em seu setor de atuação e participando de inúmeros eventos, lives e podcasts que são voltados para o mercado de ações brasileiro.

A gestora possui fundos *onshore* e *offshore*, que investem somente em empresas que têm a maior parte de sua operação e de sua fonte de receita vinda do Brasil ou que seja brasileira e possua sede em território brasileiro.

Por conta do tamanho de seus fundos e de sua base de investidores, com aproximadamente 40 mil CPFs ativos, a gestora apresenta uma preocupação muito

grande com a liquidez de seus ativos, dado que é necessário que eles sejam líquidos para que esta possa honrar com as obrigações existentes com seu passivo no período estipulado pelo regulamento dos fundos.

A empresa apresenta, duas fontes de receita:

1. Taxa de administração, que varia ao longo do tempo e apresenta um valor máximo, dependendo do fundo, que gira em torno de 2% a 3%.
2. Taxa de performance, que é cobrada do cotista sempre que o fundo apresenta rentabilidade acima da rentabilidade de seu *benchmark* no ano. Esta taxa, no geral, é de 20% do retorno excedente ao *benchmark*, que, na maioria dos casos, é o IBOV, índice que corresponde à variação da bolsa de valores de São Paulo, a Bovespa.

Desde sua fundação, a gestora tem apresentado retornos sólidos, entregando ao seu investidor uma rentabilidade média de aproximadamente 25% ao ano, contra somente 9% do IBOV. Esta performance muito se deve ao time responsável pela análise dos investimentos e aos gestores da casa, que desde o começo sempre seguiram a filosofia de análise fundamentalista na gestão dos fundos da companhia. O time de análise é composto por quatro duplas, compostas de um membro junior e um membro senior, sendo o autor deste trabalho de formatura, integrante de uma das duplas, e 3 gestores de carteira. Cada dupla é responsável por cobrir alguns setores e analisar as empresas que se encaixam nestes, suportando a tomada de decisão dos gestores.

O processo de análise das empresas é bastante estruturado. Primeiro é feito um *screening*, apresentação mais curta para que todos conheçam a empresa e determinem se vale à pena empregar mais esforços e análise com aquele caso. Depois, caso julguem que valha continuar o estudo sobre a empresa, é feito um modelo econômico e financeiro dela, e uma apresentação maior, com tudo que a dupla responsável julga relevante para o caso. Esta apresentação se chama *Investment Case* e, após sua realização, os gestores podem decidir encerrar as análises, continuá-las ou até mesmo investir na empresa. Caso as análises continuem, as atualizações sobre o caso vão sendo feitas por e-mail, ou por uma apresentação chamada *business update*, até que os gestores decidam ou pela compra do ativo, ou pelo encerramento dos esforços naquele caso. Caso

decidam por investir no ativo, são discutidas algumas características do ativo e o tamanho que a posição terá dentro dos fundos da gestora.

Além do time de investimentos, existe também o time de *Back Office*, focado nos procedimentos operacionais dos fundos e que funciona como um suporte fundamental a este e aos gestores, uma vez que, junto a outro profissional da equipe, são os responsáveis por:

1. Executar todas as ordens de compra e venda realizadas pelos gestores;
2. Controlar a liquidez do fundo e organizar os aportes e resgates realizados ao longo do tempo;
3. Resolver pendências operacionais e contratuais.

Por último, há o time comercial e de relações com investidores, que cuida de toda a parte comercial e de marketing da gestora, além de gerir o relacionamento com todos os cotistas do fundo que demandem alguma interação com a equipe. Este time, junto ao time de *Back Office*, também cuida de assuntos como pendências contratuais.

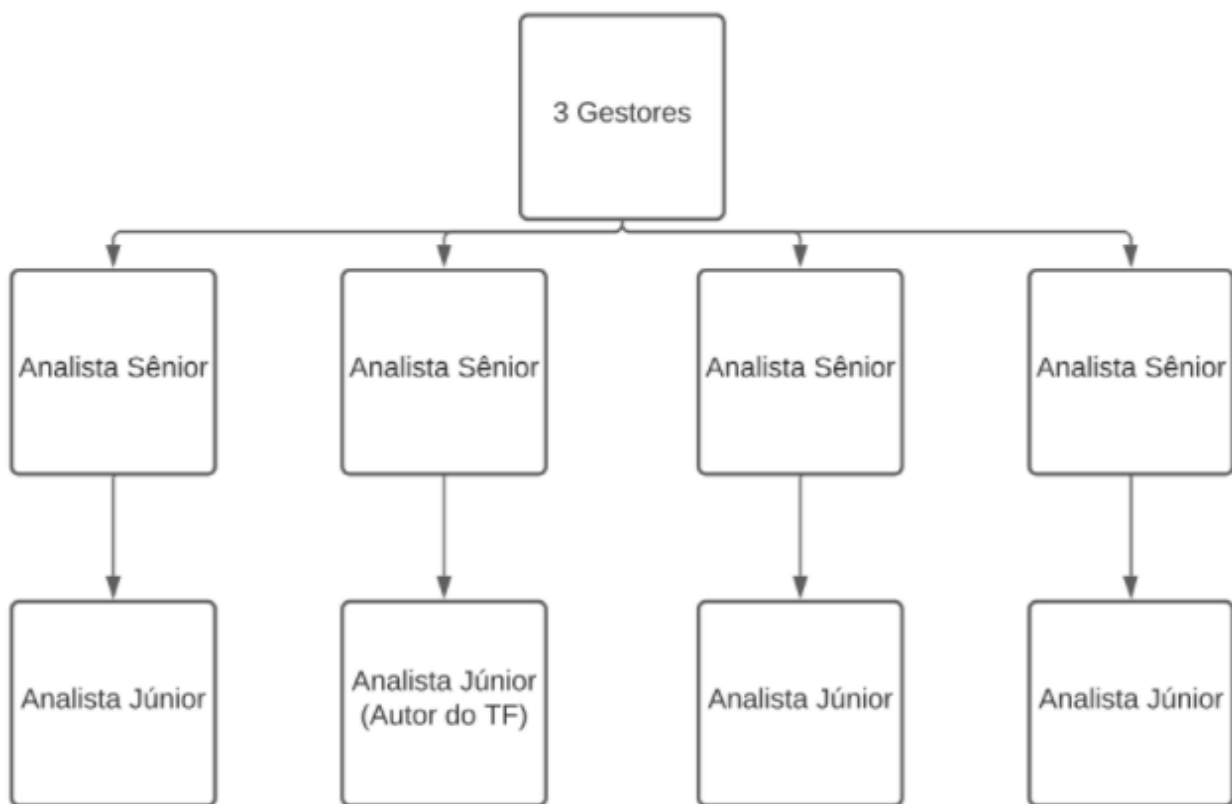
Dada esta dinâmica, junto à motivação do trabalho, considerando que o autor deste trabalho de formatura integra a dupla responsável, dentre outros setores, pelo setor financeiro, foi identificado um problema bastante importante no final de 2020, que era a consciência do aumento expressivo na competição do setor financeiro com a entrada e crescimento de inúmeras *fintechs* somado à concentração relativamente relevante do fundo em uma empresa incumbente deste mesmo setor, devido à sua liderança histórica no setor e ROE (retorno sobre o patrimônio líquido) acima da média. Percebeu-se que este banco poderia não ser capaz de recuperar seu ROE, abalado pela covid e com abalo amplificado pelo aumento da competição, nem no curto nem no médio prazo, prejudicando bastante o retorno observado na posição. Para que fosse possível determinarmos se esta análise está correta, surgiu a demanda deste estudo, junto ao modelo de decisão, a fim de poder suprir as demandas dos gestores com informações e até um produto (modelo) mais assertivo e acurado. Com isso, a gestora poderá usar este método ou modelo de análise em seus próximos casos, tendo assim, uma oportunidade de tomada de decisão baseada em dados e análises cada vez mais profundas do que já é feito, olhando tanto para as empresas investidas, como para seus pares, sejam eles de capital aberto em bolsa ou ainda privados.

1.4 PAPEL DO AUTOR DO TRABALHO

O autor do trabalho atua com sua dupla, um analista sênior, na cobertura de alguns setores, dentre eles os setores financeiro e de tecnologia, sendo responsável, junto ao analista sênior e aos gestores, pelos investimentos realizados nestes setores.

O time de análise é composto por três gestores e abaixo destes, quatro duplas de análise, assim como mostra o organograma da Figura 1:

Figura 1 - Organograma do time de análise da gestora



Fonte: Elaboração própria

Cada dupla realiza a cobertura de seus setores à sua maneira, com seus processos de acompanhamento e seus casos ativos. Na dupla em que o autor foi alocado, são atualizadas várias planilhas setoriais para realização do acompanhamento

setorial, além de vários estudos para melhor compreensão das dinâmicas setoriais e competitivas que envolvem as companhias.

1.5 OBJETIVO DO TRABALHO

Como objetivo do trabalho, pretende-se elaborar uma detalhada análise setorial, competitiva, estratégica e financeira do setor financeiro, que servirá de input para um modelo de decisão para identificar onde estão as melhores oportunidades de investimento do setor, a fim de suprir a necessidade da gestora onde atua o autor deste trabalho de formatura, de determinar onde investir seus esforços e recursos de análises.

1.6 FONTES DE INFORMAÇÃO

Por tratar de um tema atual e complexo, todas as fontes de informação confiável são relevantes e úteis para que se possa realizar uma análise completa e assertiva. Desta forma, temos algumas fontes de informação, sendo elas:

- Relatórios de *research* dos bancos: as gestoras de ativos nada mais são do que centros de pesquisa e estudo, focados principalmente na economia, nos setores econômicos e suas tendências e nas empresas, principalmente as listadas em bolsa. Para comprar ou vender ativos financeiros, as gestoras utilizam as corretoras, principalmente as dos grandes bancos, e, desta forma, obtêm acesso aos relatórios que a área de *Equity Research* destes bancos produz. Estes relatórios são muito importantes, porque trazem muitas vezes, análise e dados diferentes, que complementam bastante a pesquisa e as análises feitas pelo time de análise da gestora. Desta forma, como o setor financeiro é algo que vêm sendo destaque nos últimos meses e anos, muitos relatórios sobre este setor são publicados todos os meses, muitos redundantes, mas alguns com informações relevantes e que contribuíram bastante para o entendimento da situação e da dinâmica setorial, de inovação, estratégica e competitiva que vem mudando o setor e produzindo ou, por melhor dizer, incentivando e fomentando uma competição muito maior, forçando este setor, antes quase que

oligopolizado, a tirar o foco somente da monetização do cliente a qualquer custo, e ter um foco muito maior no cliente e na eficiência de sua operação.

- Livros: para o desenvolvimento do trabalho, alguns livros foram utilizados, dos mais diversos temas, mas todos com ligação relevante com o tema e com o desenvolvimento deste trabalho de formatura. Os livros são uma das principais fontes de conhecimento, ao lado da internet, mas, certamente, são a fonte mais confiável de todas. Neste trabalho, foram utilizados livros didáticos de estratégia, contabilidade, marketing, finanças, gestão de projeto e empreendedorismo, assim como foram utilizados, como fonte de informação, livros “comerciais”, em sua grande maioria, focados em business, competição, análise de empresas, empreendedorismo e *start ups*.
- Sites de notícias: da mesma forma que os bancos e seus departamentos de *Equity Research*, os sites especializados em notícias sobre economia, mercados e negócios quase sempre publicam notícias a respeito do setor financeiro, seja sobre bancos incumbentes e tradicionais ou sobre *fintechs* e bancos digitais, muito mais inovadores em seus modelos de negócios. Outro ponto que torna o setor atrativo para estes sites e jornais, é a frequente menção dele na Câmara dos Deputados e no Senado Federal, por ser altamente regulado e alvo de frequentes projetos no sentido do aumento da taxação do setor e de intensificação do uso da tecnologia nos processos bancários, pauta que vem sendo extremamente puxada pelo banco central (BCB). Desta forma, notícias se tornam uma fonte muito interessante de dados, opiniões e novos fatos sobre o setor, desde que venham de sites e fontes confiáveis, ajudando na análise principalmente de *players* dos quais temos poucas informações.
- Sites especializados: existem muitos sites especializados no setor financeiro, devido a diversos fatores, como sua dinamicidade, sua regulação e seu excesso de especificidades. Por conta disso, surgem alternativas interessantes de pesquisas, como o site do Banco central e sua base de dados, o site da Febraban, entre outros.

Além disso, há ainda, pela importância e atualidade do tema, muitos sites focados em tecnologia, empreendedorismo, *startups* e principalmente *fintechs*.

Estes sites realizam pesquisas e estudos muito interessantes sobre o tema, disponibilizando, muitas vezes, extensas apresentações onde muitos dados e análise relevantes são apresentados ao público.

- Consultorias: é inegável que o setor é um dos grandes consumidores do trabalho das grandes consultorias do país, tanto as estratégicas quanto as auditorias, que, por realizar este trabalho junto às instituições, acabam entendendo muito das especificidades e dos novos temas que mexem com o setor. Assim, é comum que estas companhias, como McKinsey, PwC, entre outras, realizem e divulguem diversos estudos sobre subsegmentos do setor, como o mercado de crédito no país, as dinâmicas do setor de corretoras de investimentos como XP, Modalmais, BTG Digital, entre muitas outras empresas que atacam hoje o *pool* de receitas dos grandes bancos.
- Aceleradoras de *startups*: as aceleradoras de *startups* são uma fonte bastante relevante de dados e de captura de tendências, pois, muitas vezes, nelas é que nascem as ideias mais disruptivas que podem afetar qualquer setor da economia, não só o financeiro. Além disso, hoje em dia, por conta das oportunidades oferecidas pelas *fintechs*, elas acabam sendo as startups mais assediadas por investidores, sejam eles brasileiros ou estrangeiros, que enxergam nestas empresas, mesmo que ainda estejam em estágios embrionários, oportunidades imensas de disrupção e de multiplicação do capital investido. Com isso, as aceleradoras de investimentos acabam sendo uma ponte entre estes investidores e as startups e, com isso, conseguem informações valiosas, que, em alguns casos, compartilham com o grande público.
- Bancos - Relações com investidores: todas as companhias listadas em alguma bolsa de valores precisam ter uma equipe de RI (Relação com Investidores) para manter contato com investidores e prestar contas para seus acionistas. Com isso, é possível, por meio da seção de investidores, nos sites das empresas, pegar informações fundamentais, como o balanço destas companhias, seus resultados, o históricos de resultados, métricas operacionais e de liquidez, diretrizes estratégicas e, até mesmo, o *guidance* para o ano de

exercício, que muitas empresas divulgam no começo do ano a fim de nortear seus acionistas e potenciais investidores em suas análises.

Desta forma, os sites de relações com investidores das empresas se tornam peças fundamentais para o desenvolvimento do trabalho, dado que a grande maioria dos bancos tradicionais e algumas *fintechs* são listadas em alguma bolsa de valores, possuindo, portanto, estas seções em seus sites.

- Conversas realizadas com startups e bancos durante o desenvolvimento do trabalho: ao longo do ano de realização deste trabalho, de formatura, por conta dos esforços de pesquisa da equipe onde este autor atua, foram realizadas inúmeras conversas com *fintechs* e bancos, sejam eles tradicionais ou digitais, gerando uma base de notas de conversas bastante extensa e de muito valor para o trabalho, que contém desde apresentações e dados de startups, até visões do próprio time a respeito de conversas realizadas com alguns bancos. Assim, podemos citar inúmeras conversas relevantes que serão usadas, como conversas com o Inter, com a Creditas, com o Nubank, com a Febraban, com o Banco Central entre diversas outras, que contribuíram muito para o desenvolvimento deste trabalho de formatura.
- Relatórios de empresas sobre o setor: muitas vezes, não são só consultorias que se interessam pelo setor. Empresas que prestam serviços para bancos e *fintechs* também acabam coletando dados muito relevantes. Então, como esforço de marketing, também produzem e veiculam apresentações e análises, interessantes ao que se propõe este trabalho.
- Estimativas do time da gestora onde o autor do trabalho de formatura atua: o trabalho de uma gestora, muitas das vezes, é tentar materializar e quantificar todo o tipo de análise, transformando aquilo em um número correspondente ao potencial de retorno que determinado ativo pode trazer. Desta forma, muitas vezes é necessário que sejam feitas estimativas a partir de dados conhecidos para que se possa calcular determinado número. Por exemplo, estimamos o número de clientes de um banco e a receita por cliente para um determinado ano no futuro com base nos dados históricos e nos fatores qualitativos, como evolução da estratégia e de sua execução, para que possamos calcular a

receita do ano em questão. Desta forma, conseguimos montar diversas planilhas setoriais, com estudos do histórico e projeções para o futuro das empresas, auxiliando muito na tomada de decisão dos gestores do time da gestora de atuação do autor deste trabalho.

- Artigos e trabalhos acadêmicos sobre temas relacionados: dada a relevância do tema, muitos artigos científicos têm sido divulgados estudando startups, seus modelos de gestão, tanto de projetos quanto de pessoas e da cultura interna, e seus impactos sobre o resultado da organização como um todo. Além disso, analisa é comum a análise destas empresas sob o ponto de vista tecnológico e de eficiência, dado que, por meio do uso de tecnologia e da metodologia *lean*, adotada na grande maioria das startups, elas conseguem apresentar um produto ou serviço escalável e muito mais eficiente em termos de custo, o que explica, em partes, o motivo destas companhias virem disruptando os mercados ao redor do mundo. Além disso, outra ótica muito importante sob a qual olhamos para estas empresas, é a ótica da inovação. Estas companhias só conseguem oferecer seus produtos e serviços de forma escalável e eficiente, como citado anteriormente, porque em algum momento da idealização da empresa ou em algum momento de pivotagem, houve um componente forte de inovação envolvido no processo, que muitos papers e artigos se dedicam a estudar e entender, de modo a replicar o processo de forma sistemática em outros negócios ou setores, a fim de fomentar e impulsionar a inovação nas empresas, sejam elas brasileiras ou estrangeiras.

1.7 ORGANIZAÇÃO E ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho de formatura se dedica a auxiliar e embasar, por meio de um modelo de decisão, como os gestores e o time de análise do setor financeiro da gestora de ativos onde seu autor atua alocam seu tempo, analisam e tomam decisões a respeito do segmento, principalmente quando se trata da análise de *fintechs* e bancos tradicionais/incumbentes. Desta forma, é muito importante que haja uma análise

criterosa e ampla para que se possa gerar inputs que embasem qualquer tomada de decisão.

O trabalho começa pelas análises qualitativas relacionadas às empresas que o segmento abrange:

- Análises Qualitativas

Em primeiro lugar, serão realizadas análise qualitativas sobre o setor e as empresas em questão, basicamente uma introdução ao setor, de modo a entender melhor como tudo funciona:

- Regulação;
- Histórico do setor;
- Dinâmicas de funcionamento, operação e interação entre os players;
- Tipos de players atuantes no setor.

Após esta introdução ao setor, discutiremos um pouco melhor os modelos de negócios existentes no setor e as estruturas organizacionais atreladas a eles. Assim, olharemos os seguintes modelos:

- Modelos tradicionais:
 - Bancos.
- Modelos digitais:
 - Bancos;
 - Corretoras e *fintechs* voltadas para investimentos;
 - *Fintechs* de crédito.

Em relação a estes modelos, serão analisados, com o auxílio de um *Business Model Canvas*, alguns quesitos, como:

- Propostas de valor;
- Estruturas organizacionais e cultura;
- Modelos de gestão de projetos e de pessoas;
- Produtos ofertados;
- Canais de distribuição;
- Principais linhas de receita;
- Estrutura de custos.

Com isto em mente, e com os modelos de negócios descritos acima, poderemos realizar uma análise competitiva do setor, explorando de forma objetiva as dinâmicas competitivas do setor. Algumas análises serão relevantes neste ponto, como:

- Análise SWOT:
 - Bancos tradicionais;
 - Bancos digitais e *fintechs*.
- Análise das forças de Porter:
 - Bancos tradicionais;
 - Bancos digitais e *fintechs*;
- Banco Central e a recente agenda pró-competição.

Outro passo muito importante para entendermos qualitativamente o setor, é compreender quais as estratégias de cada competidor e/ou tipo de competidor. Neste sentido, existem alguns fatores relevantes para análise, sendo eles:

- Estratégia de distribuição;
- Estratégia e segmentos de foco na aquisição de clientes;
- Estrutura interna:
 - Custos;
 - Pessoas;
 - Cultura.
- Estratégia de produto.

Com isso, poderemos entender plenamente qual o posicionamento estratégico e competitivo de cada tipo de *player*, fator que influencia fortemente o sucesso futuro destas empresas e, conseqüentemente, do investimento nelas, sendo, portanto, de fundamental compreensão.

Na análise estratégica, alguns temas são explorados brevemente, mas devido à sua importância no setor, precisam de mais detalhamento. Desta forma, na sequência da análise estratégica, serão tratados os temas:

- Abordagem dos *players* quanto ao produto;
- Foco do negócio;
- *User Experience (UX)*.

Por último, será discutido o papel social dos *players* do setor na sociedade capitalista atual e seus impactos na vida das pessoas. Nesta seção, importantes temas serão abordados, como:

- Impactos sociais dos modelos digitais;
- Impactos do aumento da competição no setor.

● **Análises Quantitativas:**

Após compreendermos de forma bastante apurada o setor e suas nuances, temos que olhar para fatores um pouco mais objetivos e concretos para que se possa determinar o que vem, de fato, impactando o setor e quais os reais impactos que isto está trazendo para as empresas.

Assim, analisaremos alguns pontos importantes, começando pelo mercado endereçável do setor:

- Tamanho de mercado - *Revenue Pool*;
- Potencial de expansão deste mercado;
- Divisão do mercado entre as instituições que compõem o setor.

Após analisarmos o *Revenue Pool* do setor, analisaremos seu *Profit Pool*, a fim de entender suas tendências:

- Análise da rentabilidade do setor e da evolução de seu *Profit Pool*;
- Divisão deste *Profit Pool* entre as instituições que compõem o setor;
- Análise da concentração de lucros no setor e os efeitos dos modelos digitais no *Profit Share* do setor.

Com estes dados em mente, aprofundaremos a análise olhando para os *Unit Economics* de algumas empresas do setor, como Inter, Nubank, XP, Itaú e C6, para que possamos identificar o que vem ocorrendo com elas ao longo dos últimos anos. Analisaremos, então:

- ARPU;
- CAC;
- CTS;
- Cálculo do FCF do cliente;
- Cálculo do LTV;
- Comparação da métrica LTV/CAC dos players analisados.

Passada esta etapa, montaremos uma tabela comparativa com os principais indicadores operacionais e econômicos dos players analisados, o que permitirá uma visão mais ampla e clara do que vem acontecendo na indústria. Dentre os indicadores disponíveis serão analisados:

- Crescimento de receita;
- Crescimento de Lucro;
- ROE;
- Tamanho da carteira de crédito;
- Taxa média de juro sobre a carteira;
- Crescimento da receita de serviços;
- NPS;
- Nota Reclame Aqui.

Todos estes números se traduzem no valor das empresas percebido pelo mercado. Assim, tentaremos entender como isso tudo se traduz em valor para os acionistas e como eles estão percebendo isso. Essa ação ocorrerá por meio de um método de *valuation* relativo, muito interessante para comparar companhias com dinâmicas semelhantes.

Dos métodos de análise de *valuation* relativo, o melhor e mais difundido é a análise de múltiplos, a qual será utilizada neste trabalho de formatura.

Os principais múltiplos utilizados para as análises serão:

- P/L;
- P/VP;
- P/Cliente;
- P/Receita.

Assim, terminada esta seção, teremos uma noção importante dos aspectos quantitativos que serão usados no modelo de decisão e sua evolução ao longo tempo, para que possamos entender seu impacto no resultado do trabalho.

- Estudo das Oportunidades do setor:

Devido à agenda de inovação e abertura do setor, proposta pelo Banco Central, muitos de seus elementos têm mudado, seja positivamente, negativamente ou de forma mista, impactando de forma diferente seus diversos *players*.

Primeiro, abordaremos o item mais recente e impactante lançado pelo Banco Central do Brasil, o Pix. Com relação a esta nova ferramenta, analisaremos:

- Impactos para os bancos tradicionais;
- Impactos para os bancos digitais;
- Impacto para os consumidores;
- Potencial para novos produtos envolvendo o Pix.

Em seguida, outro tema de suma relevância será abordado, o *Open Banking*. Dado o impacto potencial deste sistema, é importante compreender de forma clara tudo o que ele envolve, desta forma, abordaremos os seguintes temas:

- O que já foi lançado;
- Fases do *Open Banking*;
- Impactos e oportunidades de cada fase para as instituições financeiras;
- Impactos para os consumidores.

Outro ponto importante do setor é a regulação, que é bastante forte no setor e que traz consigo desafios e oportunidades. Com isso, poderemos olhar para a regulação tanto sob a ótica de uma *fintech* quanto sob a ótica de um banco tradicional. Assim, analisaremos:

- Regulação sob a ótica das *fintechs*;
- Regulação sob a ótica dos grandes bancos;
- Recentes mudanças na regulação;
- Agenda do Banco Central para o setor.

Por último, serão abordados os segmentos mais promissores para as *fintechs* aqui no Brasil. Neste tópico, abordaremos:

- *Fintechs* de investimentos alternativos;
- *Fintechs* de crédito;
- *Fintechs* de meios de pagamentos.

- **Modelo de decisão:**

Tendo esgotado todos os temas acima, poderemos, enfim, partir para o modelo de decisão, que receberá, como inputs, os dados utilizados e obtidos nas análises anteriores. Desta forma, de maneira simples, abordaremos os seguintes temas:

- Painel do setor financeiro:
 - Principais inputs sobre os bancos tradicionais;
 - Principais inputs sobre as *fintechs*.
- Desenvolvimento do modelo de decisão;
- Funcionamento e estrutura do modelo de decisão;
- Aplicação dos inputs no modelo;
- Obtenção dos outputs.

Assim, poderemos, a partir dos outputs, analisar os resultados obtidos e tirar as conclusões pertinentes ao caso, além de determinarmos os próximos passos em relação tanto à análise do setor, quanto em relação ao desenvolvimento do modelo de decisão e suas análises.

2 METODOLOGIA E REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Neste capítulo, será feita a revisão bibliográfica sobre conceitos e aspectos teóricos relacionados ao objetivo do trabalho estabelecido no capítulo de introdução, que servirá como base teórica para que o trabalho possa ser desenvolvido.

Os assuntos que serão abordados se distribuem em diferentes tópicos e categoria, sendo eles:

- Investimentos
 - Indicadores financeiros;
 - Múltiplos de avaliação.
- Estratégia
 - Competição;
 - Estratégias de operação e distribuição.
- *Fintechs*
 - Banking e Crédito;
 - Investimentos.
- Empreendedorismo
 - *Lean Startup*;
 - Gestão Ágil.
- Gestão
 - Modelos de organização e estrutura do trabalho;
 - Gestão de cultura.
 - Gestão de projetos.

2.1 CONCEITOS E DEFINIÇÕES

2.1.1 Lean Startup

O trabalho de formatura se propõe, dentre outros objetivos, a entender, no setor financeiro, a competição entre dois modelos, as startups e os *players* tradicionais. Startup é um termo bastante utilizado na mídia para caracterizar empresas jovens que empregam tecnologia em sua operação, porém, é utilizado por diferentes autores, de diferentes

formas, sendo importante, portanto, defini-la. Em seu livro, Eric Ries (2011) define startup como sendo uma empresa fundada para criar produtos e serviços em um ambiente repleto de incertezas. As startups nascem, de fato, em ambientes extremamente incertos, dado que, na maioria das vezes, são criadas com propostas e modelos inovadores, que precisam passar por uma prova para que a companhia possa investir em seu crescimento baseado naquele modelo. Entretanto, muitas das vezes, o modelo inicialmente pensado acaba falhando, forçando os empreendedores a pivotar seus negócios. Este processo ocorre de maneira iterativa, até que a empresa consiga achar um modelo sustentável ou desista no meio do processo. É neste ponto que a incerteza citada por Ries se manifesta de forma mais presente.

Ao conseguir estabelecer seu modelo de negócios, o caminho natural das startups é começar a fase de crescimento. Em um de seus artigos, Paul Graham (2012) definiu startups simplesmente como organizações projetadas para crescer rapidamente. Quando Graham as definiu desta forma, ele se referia às empresas justamente a partir desta fase. Para conseguir atingir este nível de crescimento, muitas startups acabam se apoiando na tecnologia e na inovação. Com isso, muitas delas acabam transformando os setores que atuam, trazendo uma onda de disrupção nos competidores tradicionais, e é justamente o que vem acontecendo no setor financeiro brasileiro, onde os bancos digitais, a partir de um modelo muito mais ágil e eficiente, têm roubado cada vez mais clientes e transações dos gigantes da indústria, como Itaú e Bradesco.

O rápido crescimento das startups gera um enorme desafio de gestão. Neste sentido, nasceu o conceito de Lean Startup, proposto por Ries (2011). O Lean Startup se baseia na doutrina do *Lean Manufacturing*, originária do Japão, proposta por Shigeo Shingo e Taiichi Ohno na década de 1950. O método desenvolvido pelos japoneses, então engenheiros da Toyota, se baseava em alguns pilares, como:

1. Redução do desperdício;
2. Melhoria contínua;
3. Produção *Just In Time*;
4. Redução do tempo de ciclo;
5. Valorização dos colaboradores.

Com isto em mente, Ries (2011) propôs um modelo que funciona basicamente como sucessivos testes de hipótese, sendo até chamado por muitos de empreendedorismo por hipótese, dado que, para ele, uma startup precisa ser um negócio sustentável, altamente escalável e replicável, de modo que possa crescer sua receita em ritmo muito maior do que crescem seus custos e despesas. Por meio deste processo de estabelecimento e testes de hipóteses, segundo Ries (2011), é possível reduzir o desperdício, seja de tempo ou de recursos, reduzindo os riscos de altos investimentos em projetos ineficientes, otimizando o processo e, conseqüentemente, se adaptando à filosofia *Lean*. Quando a hipótese se prova, o negócio está pronto para começar a próxima fase, a fase de escalonamento do modelo de negócios, que acelera o crescimento destas startups, mas também consome muitos recursos, seja dos fundadores ou de investidores.

Assim, a partir deste processo, surgiram os principais produtos das maiores startups do mundo, de Amazon a Snapchat, de Stone a Omie.

Figura 2 - Ciclo Lean Startup

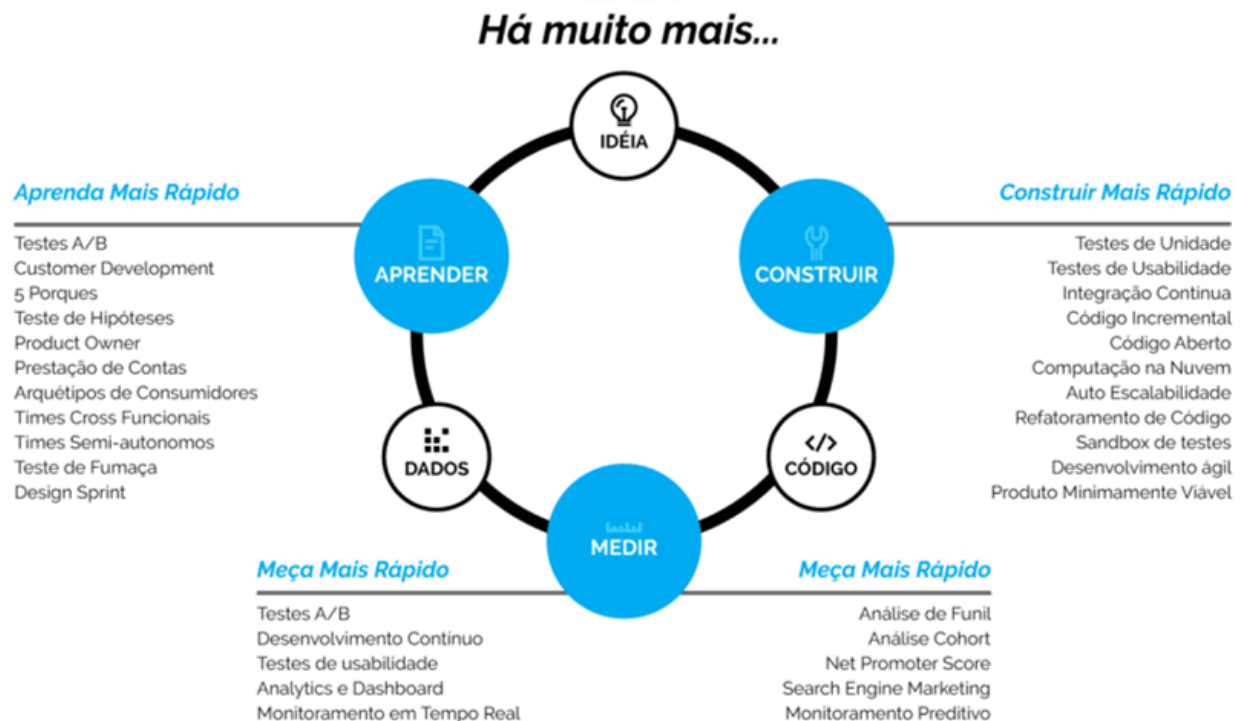
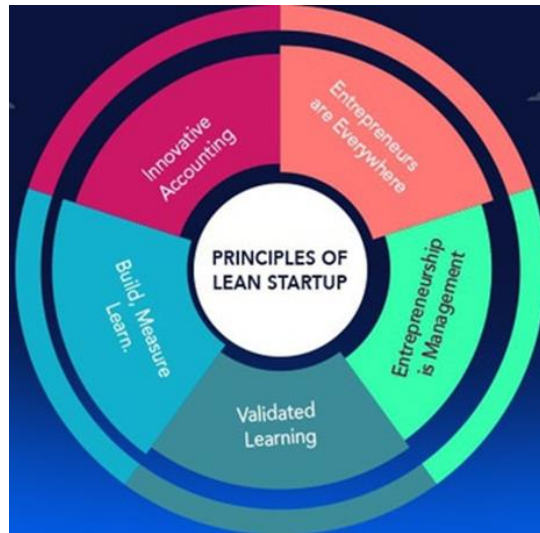


Figura 3 - Princípios do Lean Startup



2.1.2 Gestão Ágil

A metodologia ágil surgiu no começo dos anos 2000, tendo como seu principal documento o Manifesto Ágil (AGILE ALLIANCE, 2001). De início, a metodologia ágil, ou apenas *Agile*, tinha foco em equipes de desenvolvimento de software, como o próprio nome do documento explicita. Porém, ao longo do tempo, percebeu-se que esta metodologia de gestão não servia somente para o desenvolvimento de softwares, passando a ser aplicada a outros projetos. Em 2016, a Harvard Business School, a McKinsey & Co e o Lean Consortium Project reconheceram a Gestão Ágil, que passou a ser considerada uma técnica de gestão de projetos e amplamente difundida desde então. A técnica ágil se baseia na colaboração de equipes autônomas e multidisciplinares, com um objetivo em comum.

As principais diferenças da metodologia ágil para a tradicional são:

- Entregas em partes no lugar de uma entrega única;
- Foco em várias tarefas simultaneamente substitui o foco total em uma única tarefa;
- Planejamento é iterativo e incremental, diferente do tradicional, que é feito integralmente antes do início do projeto;

- Permitem mais alterações que os projetos geridos sob a metodologia tradicional, que, no geral, são bastante rígidos quanto a mudanças.

Por conta de seu grau de flexibilidade e eficiência, a metodologia ágil logo passou a ser implementada por empresas do mundo todo. Este fato fez com que o tema se popularizasse e se tornasse um dos principais tópicos de gestão quando se fala de startups e empresas de alto crescimento. Dentro da filosofia ágil, existem diversos métodos utilizados, como o Kanban e o Scrum, sendo este último, o mais utilizado nas startups atualmente.

Figura 4 - Metodologia Agile

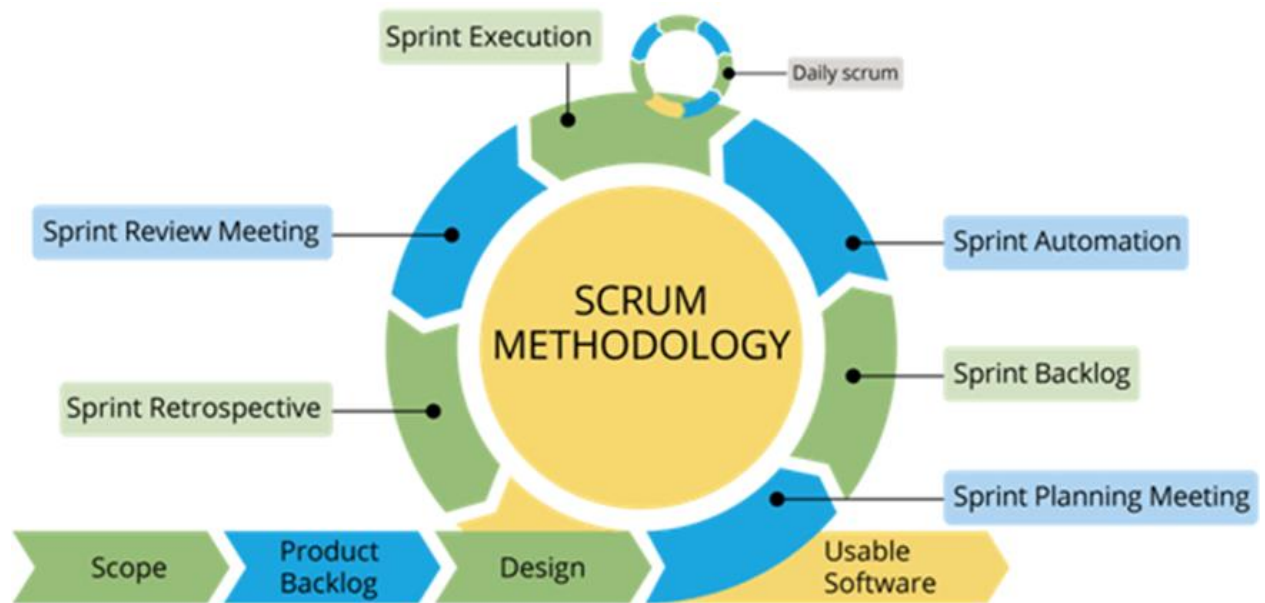


2.1.3 Scrum

O Scrum é um termo muito conhecido no universo das empresas de tecnologia. O método foi desenvolvido por Jeff Sutherland (2011), um piloto da aeronáutica. Sutherland (2011), ao explicar o método, em um vídeo do canal TEDx, compara o processo de gestão de um projeto com o processo de pouso de um avião. No vídeo, ele destaca que, para pousar um avião em segurança, diversos fatores devem ser levados em conta pelos pilotos da aeronave, que vão fazendo ajustes a todo tempo, não existindo fórmula específica para tal situação. Para ele, a gestão de grandes projetos é muito semelhante, envolvendo diversos fatores que precisam ser calibrados ao longo do projeto para que se possa atingir o resultado esperado.

A metodologia Scrum propõe a divisão dos grandes projetos em diversos ciclos menores, com encontros e reuniões de acompanhamento e alinhamento frequentes para que se possa discutir a respeito dos rumos que o projeto está tomando à medida que ele avança. A figura 5 explica de forma mais detalhada como ocorre o processo:

Figura 5 - Esquema representativo do ciclo de Scrum, o sprint



Para que se possa entender os termos técnicos, é importante descrever o ciclo ou o *sprint* inteiro.

- O *sprint* é o ciclo, que em conjunto, forma o projeto;
- O escopo do projeto é definido, com seus atributos, requisitos e informações necessárias;
- Em seguida, o *backlog* do produto é determinado. Este item compreende todas os requisitos, especificações e funcionalidades que o produto deve ter e que devem ser desenvolvidas no projeto (ABRAHAMSSON *et al.*, 2002);
- O projeto é definido, então realiza-se a reunião de planejamento do sprint, que é uma reunião periódica que acontece sempre no início de cada ciclo, com a função de determinar quais itens do *backlog* do produto serão desenvolvidos naquele *sprint*. O conjunto dos itens que serão endereçados no *sprint* em questão recebem então o nome de *sprint backlog*;

- Depois disso, acontecem os *daily scrums* que são reuniões periódicas de acompanhamento do time participante do *sprint*;
- Então, ao final de cada *sprint*, acontece a *sprint review meeting*, uma reunião de resultados, onde a equipe participante apresenta o que foi feito no *sprint* e parte para o próximo ciclo, começando tudo de novo.

Por não apresentar especificações técnicas claras, entregando apenas diretrizes gerenciais e boas práticas, a metodologia Scrum traz as ideias de agilidade, flexibilidade adaptabilidade e produtividade de volta à pauta.

2.1.4 NPS

O NPS, ou Net Promoter Score, foi uma ferramenta criada por Fred Reichheld (2003) com o objetivo de mensurar a lealdade dos clientes. Hoje em dia, muitas startups aderiram ao método para compreender como está o seu nível de serviço e o nível de satisfação de seus clientes.

A métrica se desenvolve a partir de uma pergunta chave:

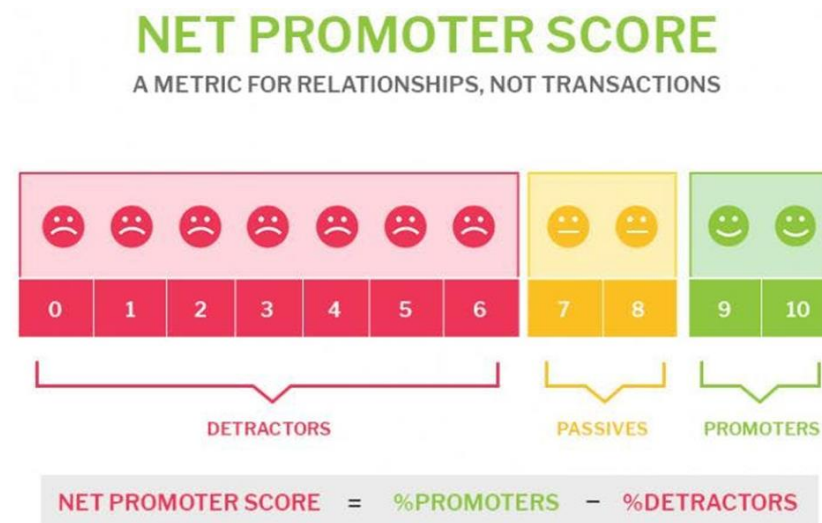
“Em uma escala de 0 a 10, quanto você recomendaria a Empresa X para um amigo?”

A partir das respostas da pergunta, os respondentes são divididos em três grupos:

- Promotores, com clientes que deram as notas 9 e 10 para a empresa;
- Passivos, com cliente que deram notas 7 e 8 para a empresa;
- Detratores, com clientes que deram notas abaixo de 7.

Com o número de clientes de cada grupo, calcula-se o percentual de cada um destes grupo no todo. Por fim, para obter o NPS, basta subtrair o percentual de detratores do percentual dos promotores. Ao compreender o cálculo, percebe-se que o NPS nunca passará de 1, porém, pode assumir números negativos (Figura 6).

Figura 6 - Cálculo do NPS



2.2 FERRAMENTAS

2.2.1 Business Model Canvas

O Business Model Canvas é um quadro, proposto por Osterwalder (2004), um estudioso suíço, que visa simplificar e tornar visual o modelo de negócios das empresas. O quadro possui nove divisões, cada um com seu tema específico. Os blocos que o compõem são:

1. Proposta de valor do modelo de negócios: divisão onde é registrada, de forma qualitativa, a maneira com a qual a empresa pretende gerar valor ao seu cliente.
2. Infraestrutura
 - a. Atividades chave: principais atividades que a empresa pretende realizar para gerar valor aos seus clientes e acionistas;
 - b. Recursos chave: principais recursos para que se possa gerar valor ao cliente;
 - c. Parceiros chave: principais parceiros e stakeholders do negócio.
3. Estrutura de custos: nesta divisão, encontram-se os principais componentes de custos no quais as empresas incorrem para poder prestar seu serviço ou vender seu produto.

4. Clientes

- a. Segmentos de clientes: segmentação dos clientes para que se possa entender com mais detalhes quem é o público-alvo da empresa;
 - b. Canais: principais canais de distribuição e de conversa com o cliente;
 - c. Relação com o cliente: captura o tipo de relação existente com o cliente.
5. Linhas de receita: neste quadro é descrito como a companhia ganha dinheiro, como ela gera sua receita.

Por sua versatilidade, o *business model canvas* pode ser utilizado para todos os negócios, seja eles startups, ou negócios tradicionais, logo, o canvas é uma ferramenta muito útil e visual para que se possa compreender como funciona, de fato, o modelo de negócios de uma empresa em todos os seus detalhes, desde a proposta de valor até a sua estrutura de custos.

Figura 7 - Modelo de um Business Model Canvas



2.2.2 Análise SWOT

A análise SWOT é uma técnica de análise do ambiente competitivo de negócios que não possui uma origem definida. Alguns creditam a análise ao professor de Stanford,

Albert Humphrey, em meados das décadas de 60 e 70, já outros, creditam a ferramenta a George Abert Smith Jr. e C Roland Christensen na década de 50.

A análise SWOT é uma ferramenta muito poderosa para que se compreenda o mercado e a conjuntura que o envolve. Nesta análise, é montado um quadro, como o da figura XXX. O intuito é entender os pontos positivos e negativos nos ambientes externo e interno da empresa, listando neste quadro da seguinte forma:

- Os fatores internos e positivos são classificados com forças (Strenghts, em inglês);
- Os fatores internos e negativos se classificam como fraquezas (Weakness, em inglês);
- Os fatores externos e positivos são encarados como oportunidades (Opportunity, em inglês);
- Os fatores externos e negativos são classificados como ameaças (Threats, em inglês).

Assim, é possível identificar forças, fraquezas, oportunidades e ameaças para todas as empresas, sejam elas digitais ou não.

Outro ponto relevante, é o levantado por Panagiotou (2003) que introduz o framework estratégico *Telescopic Observations*. Nele, o autor desmembra os fatores influenciadores da análise SWOT em:

- T: Tecnologia
- E: Economia
- L: Legal e regulatório
- E: Ecologia e questões ambientais
- S: Sociologia - Tendências
- C: Competição
- O: Organização - Cultura Organizacional
- P: Portfolio
- I: Internacional
- C: Custos - Eficiência e Estrutura
- O: Organização - Competências organizacionais
- B: Compradores (Buyers)

- S: Fornecedores (Suppliers)
- E: E-commerce
- R: Recursos
- V: Cadeia de Valor
- A: Alianças
- T: Total Quality Management
- I: Fatores chave de sucesso da indústria
- O: Estrutura Organizacional
- N: Novos entrantes
- S: Produtos e serviços substitutos

Com esta abordagem, a análise acaba ficando muito mais rica e detalhada, permitindo melhor entendimento do mercado e da conjuntura na qual o negócio se encontra.

Figura 8 - Quadro - Análise SWOT



2.2.3 Análise das 5 forças de Porter

A análise das forças de Porter foi um importante framework de análise competitiva desenvolvido por Michael Porter, Professor da *Harvard Business School*, em 1979. Esta análise foi desenvolvida baseada nas necessidades que a análise SWOT apresentava.

Nesta ferramenta, são estudadas dinâmicas de mercado que afetam a capacidade de uma empresa de atender seus clientes e obter lucro com isso.

As 5 forças de Porter permitem com que se observe qualquer empresa de uma perspectiva externa, o que ajuda na identificação dos problemas, que muitas vezes, sem esta análise, seriam negligenciados.

As 5 forças que regem a análise e seus desdobramentos são:

1. Poder de negociação dos clientes
 - a. Concentração/número de clientes;
 - b. Custo de troca do cliente;
 - c. Sensibilidade a preço;
 - d. Diferencial vantajoso.
2. Poder de negociação dos fornecedores
 - a. Concentração/número de fornecedores;
 - b. Exclusividade do produto;
 - c. Habilidade de substituição;
 - d. Custo de troca do fornecedor.
3. Ameaça de produtos substitutos
 - a. Potencial de substituição do cliente;
 - b. Número de produtos substitutos disponíveis;
 - c. Performance dos produtos substitutos;
 - d. Custo de troca do produto.
4. Ameaça de entrada de novos concorrentes
 - a. Barreiras de entrada;
 - b. Economias de escala;
 - c. Capital necessário;
 - d. Diferencial do produto/marca;
 - e. Regulação.

5. Rivalidade entre os concorrentes
 - a. Número e concentração de competidores;
 - b. Lealdade do consumidor;
 - c. Necessidade de investimentos em marketing;
 - d. Diferenças de qualidade;
 - e. Vantagens competitivas pelo investimento em inovação.

Figura 9 - 5 forças de Porter



2.2.4 Análise dos Unit Economics

No meio das startups, por conta de a grande maioria apresentar prejuízo nos primeiros anos de existência, mesmo que planejado, torna inviável o uso das ferramentas tradicionais para mensurar a sustentabilidade do modelo de negócios, como lucro, retorno sobre patrimônio líquido (ROE), retorno sobre capital investido (ROIC) e geração de caixa livre. Assim, foi necessário que se pensasse em novas métricas e ferramentas que conseguissem medir quão sustentável determinado modelo de negócios é, baseado em métricas financeiras, como receitas e custos, e métricas operacionais, como número

de clientes, base instalada, entre outros. A partir desta necessidade, surgiram os unit economics, métricas que focam suas análises em um único cliente e tentam, por meio das métricas disponíveis já citadas, estimar sua viabilidade, entendendo, com isso, se aquela startup possui um bom modelo de negócios.

Os *unit economics* de uma startup, no geral, são sempre os mesmos, porém, a forma de calculá-los varia de acordo com o perfil de custos, receitas e operacional de cada empresa, sendo, portanto, uma métrica personalizada.

Os principais *unit economics* utilizados atualmente no mundo de Venture Capital e de startups são:

- ARPU: Average Revenue Per User

A ARPU é uma métrica bastante comum, usada em todos os tipos de negócios, porém, tem bastante aderência a modelos nos quais os clientes possuem algum tipo de vínculo forte com as empresas, como nos modelos de subscrição, onde a mensalidade pela manutenção dos serviços faz o papel do vínculo, e nos bancos, onde a conta corrente do cliente gera esta ligação forte.

Esta métrica tem o objetivo de auxiliar companhias a medir e analisar quais fatores contribuem de forma mais relevante para o seu crescimento como um todo. Por meio dela, é possível analisar o perfil de crescimento e de monetização de seus clientes, e com isso, se comparar de maneira igualitária com seus concorrentes.

A análise deste indicador ganha força quando é feita por safras, sejam elas anuais, trimestrais ou mensais, permitindo com que a empresa entenda a evolução da monetização de seu cliente à medida em que ele vai amadurecendo na base da companhia, ou seja, ao longo de toda a sua jornada.

Além disso, esta métrica tem papel muito importante na gestão dos negócios, podendo, por meio do uso dela, associada a outras métricas, determinar os canais de distribuição que trazem mais receita por usuário, por exemplo. Outro uso importante é o uso segmentado desta métrica, segmentando seja por safra, como já citado, seja por outro atributo dos clientes, gerando insights interessantes para os administradores dos negócios. Por último, também é possível usá-la para projetar a receita futura, quando aliada ao crescimento da base de clientes e ao

seu perfil de maturação, sendo um uso muito importante também para investidores.

A ARPU é calculada a partir da seguinte fórmula:

$$ARPU = \frac{\text{Receita Total do período analisado}}{\text{Número médio de clientes do mesmo período}}$$

- Taxa de Churn

O churn é uma métrica já bastante difundida, utilizada por todos os tipos de empresas, desde startups, até empresas comuns. Ele mede o percentual relativo de clientes que desistiram de fazer negócios com a empresa analisada em um período específico.

O cálculo do indicador é simples e se dá pela fórmula:

$$Churn = \frac{\text{Clientes desistentes no período}}{\text{número de clientes no começo do período}}$$

- CAC: Customer Acquisition Cost

O CAC, nada mais é do que o custo de aquisição médio dos clientes de uma startup. Seu cálculo é bastante personalizado e varia de empresa para empresa. Basicamente, a fórmula de cálculo é a seguinte:

$$CAC = \frac{\text{Soma de todos os custos e despesas envolvidos na aquisição de clientes}}{\text{Novos clientes}}$$

Assim, por meio do CAC, a gestão do negócio consegue medir quais os canais mais eficientes e com isso, focar seus esforços apenas nos melhores. Outro processo importante no qual o CAC é usado, é na checagem de sua sustentabilidade, processo no qual ele é comparado com a margem de contribuição do cliente adquirido e, caso seja maior, é classificado como insustentável.

- CTS: Cost to serve

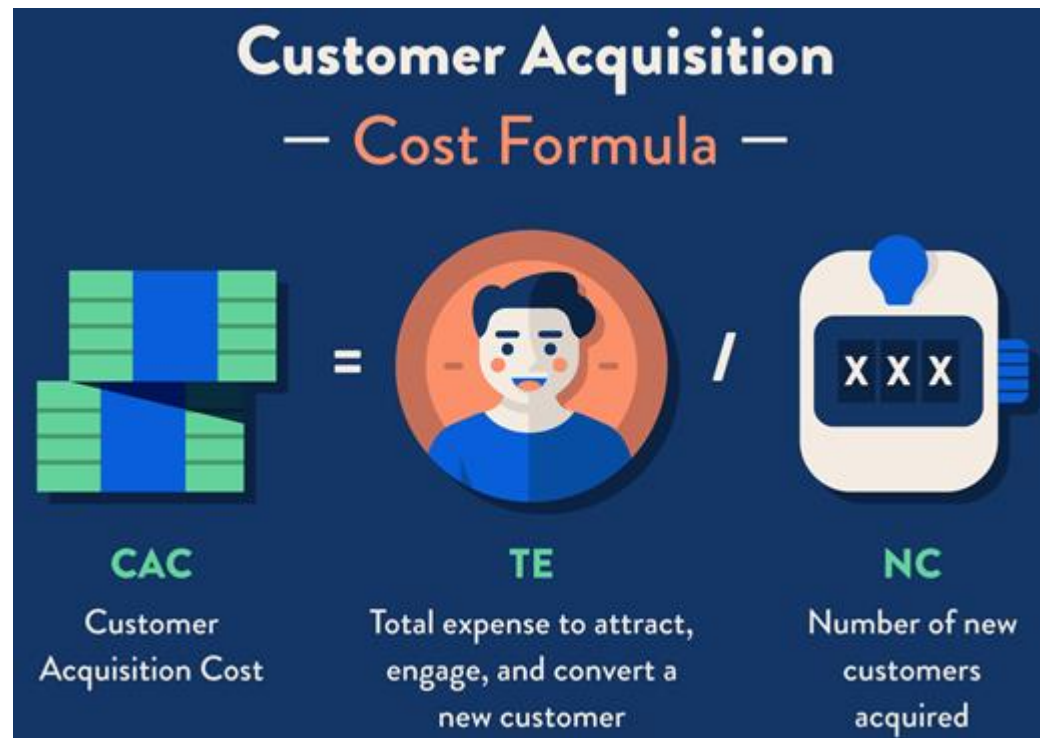
O CTS mede quanto custa para servir um cliente da empresa. Este indicador é uma métrica de cálculo relativamente simples, se dando pela seguinte fórmula:

$$CTS = \frac{(\text{Custos e despesas totais} - CAC \times \text{novos clientes})}{\text{Total de clientes}}$$

Esta métrica é muito importante na administração de qualquer negócio, pois, a partir dela, é possível identificar se há ganho de eficiência e aproveitamento de

alavancagem operacional na empresa analisada, por exemplo. Além disso, aliando este indicador ao CAC, muitas análises de viabilidade do cliente se tornam possíveis, como a do fluxo de caixa livre do cliente, realizada no desenvolvimento deste trabalho.

Figura 10 - Fórmula Teórica do Customer Acquisition Cost, CAC



2.2.5 Estudo dos múltiplos P/L – médio

Ao longo de muitos anos se desenvolveram métricas relativas para que analisar o valor das empresas de forma fácil, prática e rápida. Desde então, o múltiplo preço sobre lucro (P/L em português e P/E em inglês) sempre se destacou, sendo uma das melhores métricas para se analisar companhias.

Este modelo relaciona o valor da empresa para o acionista com o lucro que a companhia gera em um período completo de exercício.

Para calcular o múltiplo P/L justo, segundo Aswath Damodaran, Professor de Finanças da Universidade de Nova Iorque, existem duas formas, que tem seu uso condicionado à situação da empresa analisada:

- Para empresas que apresentam crescimento estável, o cálculo depende da rentabilidade da operação (ROE), do nível de crescimento (g_n) e do custo de capital (K_e), sendo feito da seguinte forma:

Imagem XXX: P/E justo - Crescimento Estável

$$\frac{P_0}{EPS_1} = \text{Forward PE} = \frac{1 - \frac{g_n}{ROE_n}}{k_c - g_n}$$

Aplicando este cálculo para os bancos tradicionais, chega-se ao resultado:

P/E target	10.0x
ROE	15.0%
G	12.0%
Ke	14.0%
Juro Real	6.0%
Inflação no longo prazo	4.0%
Equity Risk Premium	4.0%

- Já para empresas de alto crescimento, o cálculo muda um pouco, ficando da seguinte forma:

$$\frac{P_0}{EPS_0} = \frac{\left(1 - \frac{g}{ROE_{hg}}\right)(1+g)\left(1 - \frac{(1+g)^n}{(1+k_{c,hg})^n}\right)}{k_{c,hg} - g} + \frac{\left(1 - \frac{g_n}{ROE_{st}}\right)(1+g)^n(1+g_n)}{(k_{c,st} - g_n)(1+k_{c,hg})^n}$$

Onde:

EPS_0 = Earnings per share in year 0 (Current year)

g = Growth rate in the first n years

$k_{e,hg}$ = Cost of equity in high growth period

$k_{e,st}$ = Cost of equity in stable growth period

Payout = Payout ratio in the first n years

g_n = Growth rate after n years forever (Stable growth rate)

Payout Ratio = Payout ratio after n years for the stable firm

Aplicando este modelo aos bancos digitais, é obtido o seguinte múltiplo:

Múltiplo Justo	40.5x
ROE (high growth phase)	10.0%
ROE (low growth phase)	35.0%
g (high growth phase)	50.0%
g perpetuidade (g_n)	7.0%
k_e (high growth rate)	12.0%
k_e (low growth rate)	12.0%
n (years of high growth rate)	10

Além do múltiplo justo, é muito importante entender os múltiplos históricos das empresas que se deseja analisar, pois estas são, na prática, as relações entre preço e lucro que são usadas pelo mercado. Portanto, foram separadas algumas empresas, no contexto do trabalho, para realizar esta análise. As empresas escolhidas foram separadas em dois grupos, as de alto crescimento (digitais) e as de crescimento estável (tradicionais):

- Digitais:
 - Inter
 - Banco Pan
 - Tinkoff
 - Capitec
 - Kaspi
 - Square
 - XP
 - Stone
 - Méliuz
- Tradicionais
 - Itaú
 - Bradesco

- JP Morgan
- Goldman Sachs
- Bank of America

Os resultados obtidos constam nos Quadros 1 e 2:

Quadro 1 - P/L Histórico - Digitais

P/L Histórico - Digitais	Nacionais	Estrangeiros	Média Geral
Média 1 ano	116.93x	61.90x	92.47x
Média 3 anos	51.60x	45.12x	48.36x
Média 5 anos	45.84x	42.37x	43.52x

Quadro 2 - P/L Histórico = Tradicionais

P/L Histórico - Tradicionais	Nacionais	Estrangeiros	Média Geral
Média 1 ano	10.62x	12.61x	11.81x
Média 3 anos	10.46x	11.18x	10.89x
Média 5 anos	10.43x	11.63x	11.15x

Ao analisar os quadros acima e cruzá-los com as tabelas de cálculo dos múltiplos justos, nota-se uma convergência dos valores históricos para o valor teórico nos períodos mais longos, o que torna razoável a utilização dos múltiplos justos calculados para a realização da análise.

2.2.6 Total Shareholder Return - TSR

Por fim, a última ferramenta a ser utilizada é o método de estimativa de retorno chamado TSR, ou *Total shareholder return*. Nele, por meio de um fluxo de caixa simples, utilizando apenas as projeções de lucro, *payout* de dividendos e o múltiplo justo, é possível estimar o retorno que será obtido no investimento. A técnica funciona da seguinte forma:

1. No primeiro período do fluxo de caixa situa-se o fluxo negativo, representando o investimento na ações de uma determinada empresa;
2. Nos fluxos seguintes são registradas entradas de caixa no valor do dividendo pago pela companhia;

3. No último período do fluxo, o valor do dividendo é somado ao valor terminal da companhia, que se dá pela multiplicação da estimativa de lucro para o ano seguinte a este último período pelo múltiplo justo calculado;
4. Calcula-se a TIR dos fluxos e obtém-se o retorno médio anual que aquele investimento deve trazer.

Tabela 1 - TSR Itaú

Empresa:	Itaú	Ticker:	ITUB4									
Valor de mercado (Em R\$mm):	271,224	Payout:	50%									
				Dividendos	12,633.5	14,390.2	16,240.8	18,461.3	19,769.5			
	P/E	Múltiplo de saída	XTIR	Retorno	Ano do Lucro	Lucro	7/12/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
	1y	10.0x	24.2%	10.8%	2022	28,780.5	(271,224)	300,438.0				
	2y	10.0x	19.9%	30.7%	2023	32,481.5	(271,224)	12,633.5	339,205.3			
	3y	10.0x	19.4%	55.1%	2024	36,922.7	(271,224)	12,633.5	14,390.2	385,467.4		
	4y	10.0x	17.4%	74.5%	2025	39,539.0	(271,224)	12,633.5	14,390.2	16,240.8	413,851.3	
	5y	10.0x	15.8%	92.9%	2026	41,516.0	(271,224)	12,633.5	14,390.2	16,240.8	18,461.3	434,929.0

3 FRAMEWORK DE ANÁLISE PARA ELABORAÇÃO DO MODELO DE DECISÃO

3.1 ANÁLISES QUALITATIVAS

3.1.1 Análise setorial

Para falar sobre o setor financeiro no Brasil, é necessário, primeiro, compreender seu funcionamento, sua regulação, entre outros aspectos, que norteiam seu desenvolvimento, tanto no passado, quanto hoje, mesmo com as recentes mudanças pelas quais o setor vem passando.

Com isso em mente, a seguir serão abordados estes tópicos, para que se possa compreender de maneira completa o Sistema Financeiro Nacional e seus participantes:

3.1.2 Regulação

O sistema financeiro é um ponto de extrema importância para qualquer economia capitalista, como a brasileira. Ele tem, ou pelo menos deveria ter, o papel de impulsionar o desenvolvimento da economia e viabilizar empreendimentos, projetos e operações que têm um impacto muito grande, tanto sob o ponto de vista das empresas, quanto sob o ponto de vista das pessoas físicas, que muitas vezes têm, nos bancos, um inimigo por conta de dívidas e pendências.

O sistema funciona basicamente como um mercado, onde o grande produto é o próprio dinheiro. De forma simplificada, os bancos assumem o papel de intermediar a troca entre pessoas ou empresas com sobras de capital e pessoas que precisam de capital. Os indivíduos que possuem capital em excesso, ou seja, os poupadores, depositam este capital nos bancos, que emprestam estes recursos para os indivíduos que precisam de dinheiro, ou seja, os tomadores. Estes indivíduos, por sua vez, pegam os recursos e assumem uma obrigação ou dívida com o banco, obrigação esta que pagam periodicamente ao longo de um período combinado em contrato, até que todo o dinheiro seja devolvido, com o acréscimo de juros. É justamente nessas transações que os bancos ganham dinheiro, dado que os juros, muitas vezes, acabam ficando

exclusivamente para eles, ou são divididos com o dono do capital, dado que são as instituições bancárias que assumem os riscos destas operações.

Por conta de ser a base do sistema financeiro nacional e da existência da inadimplência, termo que caracteriza o evento de não pagamento de algum empréstimo ou dívida contraída por um tomador, o sistema financeiro esteve no epicentro de diversas crises econômicas e financeiras, inclusive com a necessidade de resgate de muitos bancos, geralmente realizado pelo banco central, instituição que atua no controle e regulação deste mercado e age para que se possa ter equilíbrio e pleno funcionamento do setor como um todo.

O sistema financeiro nacional é muito grande e complexo, principalmente no que toca à regulação. Por conta disso, neste trabalho de formatura, abordaremos somente alguns pontos relativos à regulação do segmento, pontos estes que são importantes para a compreensão do aumento da competição ocorrido nos últimos anos.

A regulação do setor foi pensada com alguns focos principais, como a garantia da estabilidade financeira, obtida por meio de medidas estruturais e uma regulação prudencial, ou seja, proativa em todas as etapas do processo, seja no monitoramento, no controle ou na mitigação dos riscos. Com isso, desde o Plano Real, o Brasil pode experimentar a estabilidade financeira de fato, que trouxe consigo a estabilidade econômica, permitindo, a partir do final dos anos 90, que o Brasil se desenvolvesse economicamente, gerando mobilidade social e inclusão de camadas da população que antes viviam marginalizadas.

Por conta da alta preocupação do Estado com o setor, o sistema financeiro nacional sempre teve muitas instituições estatais, muitas que perduram até hoje, como a Caixa Econômica Federal, o BNDES, entre outros agentes de mercado. Além disso, por conta desta preocupação, os órgãos reguladores sempre agiram de forma bastante rígida frente a temas como liquidez, basileia, controle de fluxos e competição.

É neste último tema citado que o regulador vem fazendo mudanças e contribuindo para uma abertura do setor. É inegável que, ao longo das três últimas décadas, os grandes bancos criaram um certo Oligopólio no Brasil, o que lhes deu um poder exagerado, permitindo-lhes a cobrança de taxas mais altas dos consumidores, dado que estes não tinham muitas opções de concorrentes aos quais recorrer. Com isso, o setor

financeiro nacional acabou se tornando ineficiente para os clientes, ao mesmo tempo que os grandes bancos gozavam de retornos sobre patrimônio líquido (ROE) exorbitantes, muito acima da média quando comparado aos bancos de outros países, nos quais o setor era mais aberto e consequentemente mais competitivo.

Demorou, mas há alguns anos o Banco Central percebeu esta dinâmica, e desde então, vem agindo para reduzir as barreiras de entradas para os novos entrantes do setor, permitindo com que novos bancos e startups entrem no setor, aumentando a competição para os bancos tradicionais e, consequentemente, melhorando o nível de serviço para todos.

Alguns eventos foram muito importantes para a redução das barreiras de entrada do setor:

1. Em 2010, foi quebrada a exclusividade das principais bandeiras e credenciadoras de meios de pagamentos.
2. Em 2013, foi estabelecida a regulação do mercado de pagamentos com a criação das instituições de pagamentos, o que permitiu que novas empresas entrassem no setor financeiro, era o embrião das *fintechs* e dos bancos digitais. Além disso, o BC tornou pública a agenda BC+, que foi o nome dado a esta agenda de abertura do mercado assumida pela instituição.
3. Em 2016, o Banco Central deu um dos passos mais importantes para as *fintechs*, permitindo a abertura de contas de maneira 100% digital.
4. Em 2017, o BC instituiu a obrigatoriedade da aceitação de todas as bandeiras nas credenciadoras de cartão de crédito e débito, garantindo maior interoperabilidade no setor.
5. Em 2018, o BC criou a regulação que permite o estabelecimento das Sociedades de Crédito Direto (SCD's) e das Sociedades de Empréstimos entre Pessoas (SEP's). Além disso, passou a reconhecer também os recebíveis de cartão de crédito como ativos financeiros, permitindo que a atividade de aquisição fosse realizada por completo.
6. Por último, em 2020, o BC lançou a agenda BC#, com foco na inclusão financeira e na redução de custos do sistema, que traz temas ainda mais impactantes, como pagamentos instantâneos (Pix) e o *Open Banking*, que já

estão sendo implementados e têm provocado enormes mudanças na organização do setor e na operação de seus participantes.

Figura 11 - Roadmap de inovação do Banco Central



Fonte: Ernst & Young

Figura 12 - Organização do SFN



Fonte: Banco Central

3.1.3 Tipos de players atuantes no setor

No SFN, existem diversas instituições atuantes, seja na regulação ou na competição. As instituições atuantes podem ser caracterizadas como monetárias, não monetárias e auxiliares. A classificação destas instituições dentro do sistema depende de alguns fatores:

- Mercado de atuação;
- Regulamentos aos quais estão sujeitas;
- Operações que exercem e/ou podem exercer;
- Riscos característicos de suas operações.

Por meio das relações financeiras, de fluxo de capitais entre poupadores e tomadores, as instituições financeiras têm o poder de multiplicar moeda, gerando valor para a sociedade, a partir da reintrodução do capital na economia sob a forma de crédito a tomadores.

Neste sentido, podemos listar, dentro da classificação de instituições financeiras monetárias, os seguintes grupos:

1. Bancos Comerciais: atuam, dentre outras atividades, na intermediação financeira e tiram grande parte de sua receita desta atividade. Captam os depósitos à vista de clientes poupadores, possibilitando a criação de diversos produtos, serviços e operações, a depender dos riscos que estiverem dispostos a tomar e da característica de crédito demandado pelos tomadores.
2. Caixas Econômicas: este tipo de instituição tem seu foco voltado para as pessoas físicas, atuando na operação de programas sociais, como o Casa Verde e Amarela, antigo Minha Casa Minha Vida, por exemplo. Além de projetos na área de habitação, como o citado anteriormente, as caixa econômicas atuam em outras frentes também, mas sempre mantendo o viés social, concedendo crédito para investimento em saneamento, transportes, saúde, educação, trabalho, entre muitas outras frentes.
3. Bancos Cooperativos: basicamente, são bancos comerciais que não podem realizar operações do tipo “swap” nem participar do capital social de instituições financeiras sob gestão do Bacen (Banco Central do Brasil).

4. Cooperativas de Crédito: são companhias parecidas com os bancos comerciais, mas não visam o lucro como objetivo final, assim, oferecem, em sua maioria, crédito mais barato para seus clientes, entretanto, estas instituições acabam ficando muito restritas a pequenos grupos de pessoas.

O segundo grupo, das instituições financeiras não monetárias, é composto por:

1. Bancos de Desenvolvimento: operam com operações de médio e longo prazo em todos os setores da economia;
2. Bancos de Investimentos: atuam também com operações de médio e longo prazo, assim como os Bancos de Desenvolvimento. Entretanto, eles tem um viés mais focado na rentabilidade das operações, beneficiando o próprio banco e seus clientes poupadores. Estruturam e distribuem diversos tipos de ativos, como ativos de renda fixa, ações, derivativos, entre outros;
3. Sociedades de Crédito, Financiamento e Investimento: atuam na concessão de crédito, viabilizando financiamentos de veículos, imóveis, entre outros bens, assim como crédito pessoal e de capital de giro. Estas empresas captam seus recursos por meio da oferta de papéis próprios ou letras financeiras;
4. Sociedade de crédito ao microempreendedor: facilitam o acesso da população ao crédito, principalmente às pessoas com dificuldades de acesso no sistema tradicional. Na maioria das vezes, emprestam o dinheiro para o desenvolvimento dos empreendimentos destes microempreendedores;
5. Companhias Hipotecárias: captam recursos através de letras e cédulas hipotecárias, debêntures entre outras formas, com o objetivo de conceder crédito voltado para imóveis e lotes urbanos;
6. Sociedades de Crédito Imobiliário: empresas que atuam com o financiamento imobiliário com algumas formas de captação, que envolvem todas as das companhias hipotecárias, somadas aos depósitos interfinanceiros;
7. Associações de Poupança e Empréstimos: operam de forma parecida com as sociedades de crédito imobiliário, mas como sociedades civis. Captam da caderneta de poupança e concedem crédito para financiamento imobiliário.

Por último, existem as instituições financeiras auxiliares, que são classificadas da seguinte forma:

1. Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários: são instituições que atuam para facilitar as negociações com títulos e valores mobiliários, intermediando-as. Operam comprando e vendendo títulos para seus clientes, sob suas ordens;
2. Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Imobiliários: operam na intermediação de operações, porém, não têm acesso às bolsas, ficando restritas aos mercados de balcão e às associações com as corretoras;
3. Sociedades de Arrendamento Mercantil: atuam no arrendamento mercantil. Captam recursos via emissão de debêntures;
4. Agências de Fomento ou Desenvolvimento: sociedades anônimas de capital fechado. São focadas em crédito para financiamento de capital permanente ou capital de giro;
5. Investidores Institucionais: investidores que, por meio de fundos, atuam gerenciando recursos próprios e de terceiros, investindo em diferentes tipos de ativos, a depender de seu regulamento;
6. Bancos Múltiplos: bancos que podem operar em múltiplos segmentos de mercado e com múltiplos produtos, não se restringindo a uma categoria específica de ativos.

Como pode-se perceber, o sistema financeiro nacional é muito rico e diversificado em termos de instituições, porém, para a análise a ser desenvolvida por este trabalho de formatura, serão considerados mais detalhadamente, apenas alguns dos grupos acima, são eles:

1. Bancos Comerciais;
2. Bancos Múltiplos;
3. Sociedades Corretoras de Títulos e Valores Mobiliários;
4. Sociedades Distribuidoras de Títulos e Valores Mobiliários.

Mais especificamente, nestas categorias, serão exploradas as diferenças entre players tradicionais e digitais, para que se possa entender o que vem os diferenciando na competição pelo cliente do setor e sua recorrência no uso.

Em 2020, no Brasil, segundo os dados do Banco Central, existiam 174 bancos em funcionamento, sendo:

- 98 Bancos Múltiplos;
- 38 Bancos Comerciais;
- 33 Bancos de Investimentos;
- 4 Bancos de Desenvolvimento;
- 1 Caixa Econômica, a própria Caixa Econômica Federal (CEF).

3.1.4 Dinâmicas de funcionamento, operação e interação entre os players

Como já citado anteriormente, neste trabalho serão abordados os dois principais modelos de negócios existentes no setor financeiro brasileiro atualmente, em termos de relevância, participação de mercado e potencial futuro.

Neste sentido, serão abordados os seguintes modelos:

1. Modelos tradicionais - Bancos Tradicionais;
2. Modelos digitais - Bancos Digitais e *Fintechs*.

Para que seja possível entender de forma satisfatória ambos os modelos, é necessário que sejam expostos alguns pontos antes do início da discussão, como os fatores que farão a diferença na classificação, principais características de seus modelos de negócios, que depois serão detalhados, e as principais vantagens e desvantagens de cada um deles. O primeiro modelo a ser detalhado é o modelo de bancos tradicionais, que tem como suas principais características:

- Forte presença física, por meio de agências;
- Uso moderado de tecnologia;
- Grande contingente de funcionários;
- Processos mais demorados;
- Hierarquia organizacional;
- Cobranças de taxas e pacotes de serviços.

Em seguida, destacam-se como principais características dos bancos digitais:

- Operação praticamente inteira feita por meios digitais, EPSTEIN (2015);
- Uso intenso de tecnologia em todos os processos, SHARMA (2017);
- Contas grátis, com cobrança mediante uso de apenas alguns serviços;

- Gestão ágil, RIES (2019);
- Cultura voltada à inovação;
- Foco no crescimento em um primeiro momento;
- Eficiência e dados como pilares da operação;
- Foco no cliente.

A diferente forma de operar em cada modelo traz consigo vantagens e desvantagens, que conferem a eles benefícios e malefícios quando se olha sob o ponto de vista da dinâmica competitiva. Por isso, o detalhamento e o entendimento destas vantagens são fundamentais. Para realizar este estudo, foi desenvolvido o Quadro 1, que explora de forma sucinta e objetiva este tema:

Quadro 3 - Vantagens e desvantagens dos modelos de negócios do setor financeiro

	Vantagens	Desvantagens
Bancos Tradicionais	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura robusta • Forte composição de capital • Grande base de clientes • Modelos de crédito bem desenvolvidos • Receita maior por cliente 	<ul style="list-style-type: none"> • Estrutura de custos muito grande • Relacionamento difícil com os clientes • Necessidade excessiva de gente para rodar a operação • Custos de aquisição do cliente extremamente altos • Custo por cliente muito maior • Movimentações organizacionais mais lentas • Hierarquia e estrutura organizacional mais rígida
Bancos Digitais	<ul style="list-style-type: none"> • Foco no cliente, gerando maior retenção e menor CAC • Mais eficiência e menor custo por cliente • Modelo rentável em estágio de equilíbrio • Plataformas completas de serviços para os clientes • Relação próxima com o cliente, mesmo que tudo feito por meios digitais • Companhias mais ágeis, que aplicam os métodos de <i>lean</i> startup e gestão ágil para testar produtos e ganhar eficiência • Ecossistema completo suprimindo todas as necessidades financeiras e de consumo do cliente 	<ul style="list-style-type: none"> • Base pequena de clientes • Gastos excessivos com crescimento e contratação de pessoal • Despesas altas com tecnologia e infraestrutura • Necessidade de aportes de capital no período de crescimento para manutenção da liquidez • Receita menor por cliente

- Crédito imobiliário: financiamento habitacional de longo prazo oferecido para compra de imóveis
- Financiamento de automóveis: financiamento específico para a aquisição de veículos automotores. Alguns bancos, inclusive, possuem até parcerias com sites de veículos usados;
- Empréstimos pessoais: crédito concedido a pessoas físicas e que, no geral, são montantes bem menores do que os créditos para PJ;
- Cartão de crédito: crédito feito via uso do cartão de crédito, com duração mais curta. Ainda existe o rotativo, que é um tipo de crédito extremamente caro que incide sobre o montante não pago das faturas anteriores do cartão de crédito;
- Cheque especial;
- Crédito consignado: crédito descontado diretamente na folha salarial dos tomadores. Geralmente, é necessária uma parceria entre a empresa empregadora e o banco para o oferecimento desta linha de crédito aos seus funcionários.

Já para as pessoas jurídicas, as principais linhas de crédito são:

- Financiamento de capital de giro: financiamento específico para capital de giro das empresas. Linha muito buscada, dado que muitas empresas no Brasil quebram por falta de capital de giro, não por conta de prejuízo operacional.
- Desconto de recebíveis e ativos similares: linha de crédito muito utilizada por pequenas e médias empresas. Neste tipo de crédito, o banco adianta o valor dos recebíveis com um desconto por valor de face e assume o risco daquele crédito. Assim, o empresário consegue adiantar o recebimento da venda e equalizar seu capital de giro;
- Financiamento de aquisições: linha voltada para o financiamento de aquisições de empresas, sejam elas máquinas, imóveis ou até outras empresas;
- Microcrédito: crédito fornecido a pequenos empresários. É uma linha de crédito em que o dinheiro pode ser usado para o fim que o tomador achar

melhor. Por empresas pequenas apresentarem maior risco, geralmente, estas linhas de crédito acabam sendo mais caras;

- Crédito corporativo: crédito voltado para empresas de grande porte, que, por terem um risco de crédito menor, acabam tendo taxas de juros mais atrativas. Esta linha de crédito é muito usada pelas empresas para crescer seu negócio sem precisar abrir mão de participação societária;
 - Crédito rural: crédito focado no agronegócio, onde o dinheiro precisa ter, necessariamente, o objetivo de financiar alguma das etapas do processo produtivo no campo;
 - *Project finance*: financiamento de projetos específicos onde o banco tem um mandato muito bem definido e o dinheiro emprestado tem destino certo;
- Receitas de serviços: dentro desta categoria, os bancos agregam inúmeras fontes de receita provenientes de diversos serviços prestados por eles. No geral, os principais serviços dentro dos bancos são:
 - Contas bancárias: tarifas de serviços como transferências (TED e DOC), mensalidade ou anuidade de cartões de crédito, taxa de manutenção de conta corrente, entre outros serviços;
 - Serviço de meios de pagamentos e adquirência: serviços como aluguel de máquinas de cartão de crédito, comissão sobre as vendas realizadas nas máquinas, entre outras fontes de receitas.
 - Comissões em produtos de investimentos: esta linha de receita é relativamente simples. O banco oferece produtos de investimentos de gestoras independentes ou produtos próprios que possuem taxas aos investidores. Desta forma, os bancos pegam parte ou integralmente estas taxas. As taxas diferem e os principais produtos são:
 - Distribuição de debêntures;
 - CDB's e letras financeiras;
 - Fundos: sejam fundos multimercados, de ações ou de renda fixa;
 - Corretagem em ordens de compra e venda de ações na bolsa.

- Prêmios de Seguros: receita advinda da contratação de diferentes tipos de seguros oferecidos pelos bancos. Estes seguros podem ser tanto para pessoas físicas quanto para pessoas jurídicas. Os principais produtos são:
 - Seguro saúde;
 - Seguro de automóveis;
 - Seguro residencial;
 - Seguro de vida;
 - Seguro patrimonial;
 - Seguro para operações específicas, como eventos, transportes de cargas, operações financeiras, safras agrícolas, entre outras.
 - Comissões por serviços corporativos prestado: esta linha é composta basicamente por comissões recebidas pelos bancos por serviços prestados a empresas. Os principais produtos desta linha são:
 - Comissões de operações em mercados de capitais;
 - Assessoramento de fusões, aquisições e estruturas de dívidas;
 - Levantamento de capital para empresas via emissão de debêntures;
 - Operações de câmbio: receita proveniente da compra e venda de moedas aos clientes. Os bancos arbitram os preços e vendem a moeda com um certo prêmio em relação ao preço de mercado, devido à facilidade que oferece ao cliente, gerando lucro desta forma.
- Principais Stakeholders
 - Clientes e correntistas: são a fonte e o destino do capital, os dois elos da intermediação financeira e os principais usuários de todos os serviços prestados pelos bancos;
 - Outros bancos: para ajuste de liquidez, há uma concessão de curtíssimo prazo entre os bancos, o depósito interbancário ou DI;
 - Bancos centrais e reguladores: principais reguladores do setor. Os bancos centrais são responsáveis, dentre outros pontos, pela regulação relativa à competição, inovação e sustentabilidade financeira do setor.

- Proposta de Valor
 - Suprir as necessidades financeiras de seus clientes por meio da intermediação financeira e dos serviços que prestam, como pagamentos, seguros, investimentos, entre outros;
 - Prestar suporte ao cliente por meio de assessoria em relação a investimentos e contração de dívidas e financiamentos. Este papel, em geral, é feito pelo gerente do banco, a depender da segmentação de renda na qual o cliente em questão se encaixa;
 - Comodidade, confiabilidade e segurança no atendimento, seja ele feito via *internet banking* ou presencialmente nas milhares de agências espalhadas pelo país.
- Relação com o Cliente:
 - Os bancos tentam manter com seus clientes uma relação de proximidade, com o menor nível de atrito e fricção possível. Os valores mais levados em conta neste sentido são:
 - Confiança;
 - Comodidade;
 - Conveniência;
 - Segurança.
 - A necessidade dos serviços dos bancos, às vezes, não é suprida do ponto de vista do cliente, o que acaba gerando insatisfação, principalmente quando o cliente precisa estabelecer contato com o banco por algum meio para obter atendimento, que no geral, é ruim.
- Segmentos de clientes
 - Os bancos tradicionais possuem clientes de todos os tipos e classes possíveis. Assim, há diversas segmentações para que possam oferecer o nível de serviço que cada tipo de cliente demanda e que os bancos julgam justo, dado o nível de rentabilidade daquele cliente. Podemos separar os segmentos da seguinte forma:
 - Pessoas físicas:

- Baixa renda: geralmente clientes atendidos em agências comuns, com maior demanda por crédito e financiamentos. São geralmente atendidos por gerentes de agência, sem uma pessoa determinada para sua conta especificamente;
 - Média renda: atendidos também em agências comuns, com maior demanda por financiamentos de tickets um pouco maiores e por assessoria de investimentos, geralmente dada por gerentes mais qualificados;
 - Alta renda: clientes mais bem atendidos dos bancos, que são segmentados em alta renda e *private*, onde os clientes do segundo grupo possuem ainda mais vantagens, dado que possuem um volume financeiro alto investido com o banco. Este tipo de cliente é o mais rentável e o que recebe melhor atendimento, tendo gerentes fixos, agências específicas e acompanhamento próximo de seu patrimônio por parte do gerente ou gestor.
- Pessoas jurídicas:
- Pequenas e médias empresas: junto com os clientes de média e baixa renda, este segmento completa o grupo de clientes que não encontra nos bancos tradicionais tudo o que precisa, ou, pelo menos, não da forma que precisa ou deseja. Os bancos possuem contato com empresas de todos os tamanhos e, na hora de focar seus esforços, tanto em crédito quanto na qualidade do serviço, acabam focando nas empresas maiores, que possuem *scores* de crédito melhores, menor risco nas operações e demandas com montantes maiores.
 - Grandes empresas: segmento muito bem atendido pelos bancos. São os grandes clientes do segmento dos bancos de investimentos, dos bancos tradicionais e da área de crédito também. Estas companhias tomam crédito em diversas linhas para crescer suas operações, seja via aquisições, usando ainda a área de *investment banking* como assessor, seja para financiar capital de giro.

Dependendo do tipo de companhia, ainda é possível que usem outras partes do banco de investimentos, como a mesa de câmbio, de commodities, de energia, de derivativos, entre outros serviços oferecidos por eles.

- Recursos-chave:
 - Uso intensivo de capital humano: com certeza, o setor é altamente dependente do uso de capital humano, dado que todos os serviços prestados pelos bancos tradicionais que possuem algum grau de complexidade, hoje, são feitos com pessoas, mas isso vem mudando com a chegada da tecnologia, porém, em ritmo muito lento. Logo, gente é essencial para o negócio;
 - Recursos financeiros de terceiros: como um banco, os depósitos à vista são fundamentais para a manutenção das atividades dos bancos, servindo de capital para a cessão de crédito;
 - Agências: os bancos tradicionais têm nas agências seu principal canal de distribuição, logo, sua estrutura física, por mais que seja excessiva e venha se reduzindo, não poderá ser extinta, dado que grande parte dos clientes preferem o atendimento presencial feito por ali.
- Principais canais de contato com o cliente:
 - Agências e caixas eletrônicos;
 - Internet banking e aplicativo;
 - Telefone e SAC.
- Estrutura de custos:
 - Este modelo de negócios é bastante intensivo em termos de custos, dado que possui uma estrutura física e de pessoal muito grande para poder atender todos os clientes com o mínimo de qualidade e rapidez, e, mesmo assim, muitas vezes isto não acontece. Portanto, como citado, a estrutura de custos dos bancos tradicionais tem como seus principais elementos:
 - Salários;
 - Infraestrutura operacional;
 - Infraestrutura física, como agências, caixas eletrônicos e sedes;

- Custo de crédito;
- Custo de *funding*.

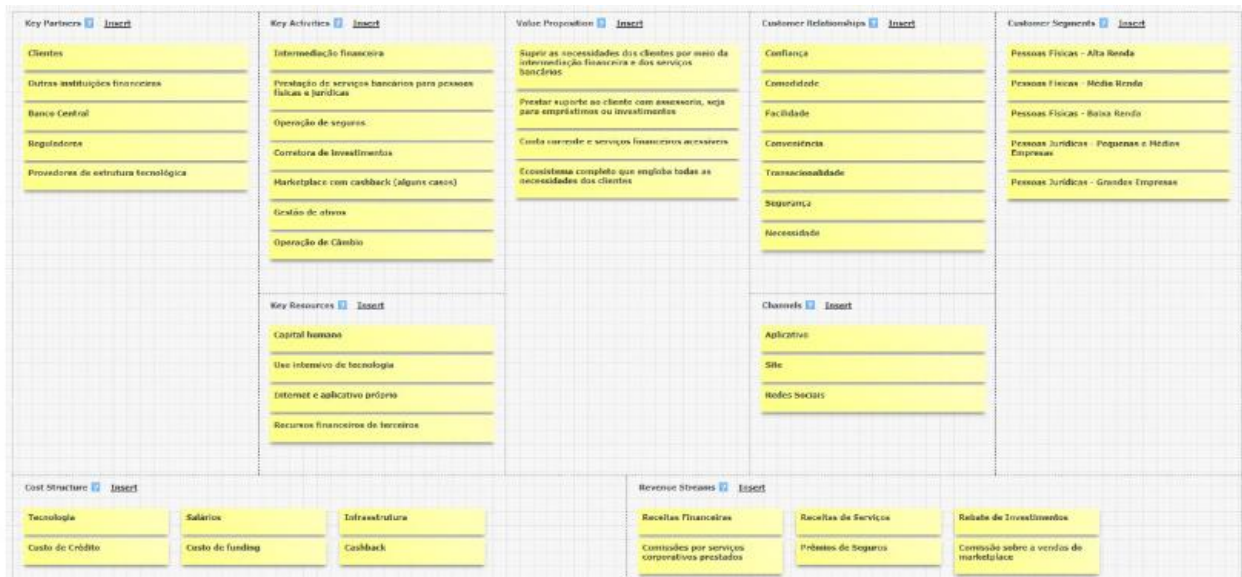
Desta forma, podemos concluir que o modelo de negócios dos bancos tradicionais é algo muito custoso, mas que, devido às diversas formas de monetização do cliente e sua abrangência em relação aos segmentos de clientes, mesmo que alguns sejam mal atendidos, o modelo se mostrou vencedor nos últimos anos. Outro ponto importante de recordar é que pode explicar em partes o poder deste modelo de negócios é a resistência que existia em relação a uma maior abertura de mercado para outros players, como *fintechs* e bancos digitais, por parte do regulador, que, a partir de 2013, veio tomando uma série de atitudes e colocando em prática agendas progressistas, visando à inovação e o aumento de competitividade e de eficiência no setor, com o objetivo de barateamento dos serviços prestados pelos bancos aos clientes.

Como já discutido, com esta abertura de mercado realizada pelas agendas BC do Banco Central, muitas *fintechs* surgiram no mercado a partir de 2016 principalmente, com modelos digitais, que adotam intensivamente o uso de tecnologia, gerando maior eficiência na operação, possibilitando com que estas empresas focassem nos segmentos de clientes mal servidos pelos bancos então em operação e oferecessem-lhes uma proposta de valor muito mais aderente às suas necessidades do que a proposta que estava sendo entregue pelos bancos tradicionais.

Com isso, bancos digitais e *fintechs* logo se popularizaram, com grandes representantes ganhando a simpatia dos clientes mais jovens e de classes mais baixas do ponto de vista de patrimônio acumulado e investido.

A seguir, é dispostos um quadro com o Business Model Canvas destes *players*, que visa detalhar e explicar como estas companhias funcionam e entregam valor aos seus clientes:

Figura 14 - Canvas dos bancos digitais e fintechs



Fonte: Elaboração própria

Estudando a figura, fica claro que, para o cliente, estes bancos digitais possuem uma proposta de valor muito clara, uma operação relativamente mais simples e mais eficiente comparado aos bancos tradicionais. Mais detalhadamente, o modelo de negócios dos neobanks, como são chamados, funciona da seguinte forma:

- Principais linhas de receita e atividades:
 - Receitas financeiras: como nos bancos tradicionais, as receitas de intermediação financeira são as mais relevantes em termos de volume, sendo as linhas de crédito também divididas entre clientes PF e PJ. Para os clientes pessoa física, as principais linhas de crédito são basicamente as mesmas:
 - Crédito Imobiliário: porém com tickets médio menores;
 - Financiamento de Automóveis;
 - Empréstimos pessoais: nos bancos digitais, tanto esta linha quanto a linha de cartão de crédito são bastante focadas em consumo, até porque, muitos possuem um marketplace próprio com cashback para as compras lá realizadas;

- Cartão de crédito: com risco relativamente maior por conta do perfil do cliente, o que faz com que estes bancos operem com limites de crédito menores para cartões de crédito;
- Cheque especial;
- Crédito consignado.

Já para as pessoas jurídicas, as opções de crédito são mais restritas, dado que, apesar de atuarem também com grandes empresas, o foco destes bancos é nos pequenos e médios empresários, outro grupo muito mal servido pelos grandes bancos. Assim, as principais linhas de crédito PJ são:

- Desconto de recebíveis;
 - Financiamento de capital de giro;
 - Operações de risco sacado;
 - Crédito rural.
- Receitas de serviços: uma das grandes diferenças deste modelo de negócios para o modelo tradicional está nesta linha de receita. A linha de serviços bancários, existente no modelo comum, inexistente ou é composta somente por algumas operações específicas, sendo, portanto, muito menor. Mesmo sem a contribuição desta linha de negócios, as receitas de serviços nos bancos digitais têm se tornado cada vez mais relevantes, dado que estes bancos estão agregando cada vez mais produtos e serviços às suas plataformas como forma de rentabilizar o cliente. Assim, os principais componentes das receitas de serviços neste tipo de empresa são:
 - Receitas de meios de pagamentos, assim como em toda a indústria;
 - Receitas de produtos de telefonia, presentes em algumas empresas do setor;
 - Receitas de ferramentas vendidas aos clientes, como *homebrokers* profissionais, portais com relatórios sobre economia e empresas, entre outros produtos.
 - Comissões em produtos de investimentos: linha muito semelhante aos grandes bancos, dado que os *challengers* vêm buscando ampliar seu leque de produtos, com a parte de investimentos crescendo bastante;

- Prêmios de Seguros: nesta linha, os produtos acabam sendo um pouco menos sofisticados, mas assertivamente focados no grande público alvo destes bancos. Os principais tipos de seguro oferecidos por esses *players* são:
 - Seguro de automóveis;
 - Seguro para cartão de crédito: focado em fraudes e clonagem;
 - Seguro viagem;
 - Seguro de vida;
 - Seguro residencial;
 - Seguro Odontológico; considerado o passo anterior ao seguro saúde, área onde pretendem entrar;
 - Outros tipos de seguro focados nas necessidades mais comuns das pessoas.
- Comissões por serviços corporativos prestados: como o foco dos bancos digitais é maior em segmentos de clientes que não necessitam destes serviços, esta linha acaba se restringindo apenas à emissão e distribuição de títulos de dívida;
- Operações de câmbio: seguem a mesma dinâmica dos grandes bancos.
- Principais Stakeholders:
 - Assim como nos bancos tradicionais, clientes, outros bancos, o Banco Central e os reguladores têm papel muito importante no dia a dia da operação. Entretanto, neste tipo de empresa, por haver um intenso uso da tecnologia em todos os processos, os parceiros e fornecedores de tecnologia e soluções tecnológicas têm um papel fundamental.
- Proposta de Valor
 - Os bancos digitais, por meio de sua operação eficiente, puderam aprimorar a proposta de valor para seus clientes. Além dos pontos relativos às necessidades de intermediação financeira, serviços bancários, suporte e assessoria, os bancos digitais entregam ainda mais ao cliente, como:
 - Conta corrente gratuita e serviços bancários muito mais acessíveis ou até mesmo gratuitos;

- Ecossistema completo e sinérgico onde o cliente pode suprir praticamente todas as suas necessidades financeiras e de consumo.
- Relação com o Cliente:
 - A relação com os clientes é um dos pontos principais da estratégia de operação deste modelo de negócios. Um dos grandes focos deste tipo de empresa é o encantamento do cliente, com isso, os bancos digitais empregam um esforço massivo para poder manter seu nível de atendimento e de encantamento do cliente, entre outras métricas, pelo NPS, REICHHELD (2003, 2006), altos.
- Segmentos de clientes
 - Em termos de segmentos de clientes, estes bancos também atendem a todos os segmentos de clientes, porém, com focos diferentes:
 - Pessoas físicas:
 - Clientes de todas as faixas de renda, com foco nos clientes de baixa e média renda, porém com o intuito de ganhar relevância nos clientes de alta renda;
 - Pessoas jurídicas:
 - Atuam em todos os portes de empresas, mas com foco nas pequenas e médias empresas, que, por conta de serem mal servidas pelos bancos tradicionais, encontram nas *fintechs* um serviço de qualidade e com taxas competitivas.
- Recursos-chave:
 - Assim como nos bancos tradicionais, os recursos-chave para a operação são:
 - Gente, porém com uso menos intensivo, mas com demanda de pessoas mais qualificadas para cargos de tecnologia;
 - Recursos financeiros de terceiros: entretanto, pelo excessivo uso de tecnologia, temos outros dois pontos críticos quanto aos recursos-chave para estas instituições, sendo eles:
 - Infraestrutura tecnológica;
 - Internet e aplicativo próprio.

- Principais canais de contato com o cliente:
 - Parte da proposta de valor do banco é ser algo simples, barato e eficiente. Com isso, não possui rede de agências, canalizando o contato com os clientes pelos meio digitais como:
 - Telefone;
 - Site;
 - Aplicativo;
 - Redes sociais.
- Estrutura de custos:
 - Como estes bancos apresentam uma operação muito mais eficiente devido ao uso da tecnologia, o que faz com que eles não necessitem de toda a estrutura física da qual os bancos tradicionais são dependentes, aliviando bastante sua estrutura de custos, desta forma, as principais linhas de custo destes bancos são:
 - Tecnologia;
 - Infraestrutura;
 - Salários;
 - Custos de funding;
 - Custo de crédito;
 - Cashback: devido à operação de marketplace deste modelo de negócios.

3.2 ANÁLISE COMPETITIVA

Com os modelos de negócios detalhados, é possível abordar a dinâmica competitiva que existe no setor. Para isso, é importante entender quais os pontos positivos e negativos de cada modelo de negócio, dadas as suas particularidades. Para isso, será utilizada a análise SWOT (FINE, 2009), na qual podemos abordar as forças, fraquezas, oportunidades e ameaças de mercado para ambos os modelos estudados neste trabalho de formatura.

Como a análise SWOT não é uma análise comparativa, é necessário elaborar dois quadros, um para cada modelo, detalhá-los ambos e, por fim, compará-los, obtendo as respostas necessárias.

A análise SWOT para os tradicionais fica da seguinte forma:

- Forças
 - Forte presença no Brasil devido à sua rede de agências espalhadas por todo o Brasil;
 - Força institucional e de marca;
 - Oferta de produtos financeiros completa.
- Fraquezas
 - Estrutura de custos;
 - Falta de agilidade no processo de inovação e de mudança;
 - Hierarquia rígida, com pouco espaço para a meritocracia;
 - Parte relevante da receita advinda de produtos que vêm sendo atacados.
- Oportunidades
 - Lançamento de contas digitais;
 - Ampliação da gama de produtos oferecidos para produtos não financeiros;
 - Desenvolvimento de produtos financeiros com foco na distribuição via *embedded finance* em aplicativos que ofereçam marketplace de serviços financeiros;
 - Fechamento do excedente de agências e utilização das remanescentes para agregar mais valor ao cliente do que estas agências agregam hoje.
- Ameaças:
 - Bancos digitais e varejistas substituindo seus produtos financeiros de forma mais fluida e eficiente;
 - População cada vez mais digital e avessa ao pagamento de tarifas bancárias;
 - Competição forte no setor, com *players* mais ágeis, eficientes e mais bem posicionados estrategicamente ganhando relevância e “roubando” clientes;
 - Pix deve substituir TEDs e DOCs no médio prazo, eliminando as receitas com esse tipo de operação;

- *Open banking* deve deixar o ambiente competitivo mais disputado, causando uma redução das taxas de crédito cobradas e, conseqüentemente, redução na receita e no lucro dos bancos, uma vez que o custo de *funding* deve se manter.

Figura 15 - Análise SWOT dos bancos tradicionais



Fonte: Elaboração própria

Como é possível identificar pelas ameaças existentes para os bancos tradicionais, o cenário competitivo para este grupo vem se mostrando cada vez mais complicado, mesmo com as mudanças e reações de muitos destes bancos no sentido de recuperar um pouco do espaço perdido para os novos competidores.

Por outro lado, analisando o quadro SWOT para os bancos digitais, é possível perceber que as oportunidades e fortalezas do modelo acabam se sobressaindo frente às fraquezas e ameaças ao modelo, como se nota a seguir:

- **Forças**
 - Distribuição digital, sendo escalável e fácil;
 - Ausência de tarifas de conta corrente;
 - Forte presença digital, tanto em marketing quanto nas redes sociais;
 - Menor estrutura de custos dada a natureza digital de sua operação;
 - Foco em *User Experience* para todos os segmentos de renda;
 - Crescimento exponencial das bases de correntistas e da receita proveniente destes clientes;

- Ecossistema completo sendo construído, com soluções financeiras e de consumo, que permite o aproveitamento das sinergias existentes entre ambos os universos.
- Fraquezas
 - Maior dificuldade na geração de engajamento e do uso das respectivas plataformas;
 - Alta competição entre os bancos digitais e tradicionais;
 - Suite de produtos ainda em desenvolvimento.
- Oportunidades
 - Exploração de mercados adjacentes como varejo, telecomunicações, e-commerce e logística;
 - Crescimento de sua penetração na base de clientes dos bancos tradicionais e a conversão destes clientes;
 - Bancarização da população brasileira desbancarizada, que, segundo o Instituto Locomotiva, chega a 34 milhões de pessoas. Com a pandemia, felizmente este número caiu 73% em 2020, segundo notícia do Valor, mas, como é possível notar, ainda é um mercado potencial muito grande, representando cerca de 15% da população brasileira;
 - Expansão internacional e oferecimento de produtos não bancários fora do Brasil;
 - Ampliação da atuação no segmento PJ, aumentando a oferta de produtos voltados para empresas.
- Ameaça
 - Falha na geração de engajamento e na retenção dos clientes, resultando numa baixa monetização do cliente e, conseqüentemente, uma operação menos rentável;
 - Competição com bancos e contas digitais que vem surgindo de forma desenfreada no mercado, como mostra a figura 16:

Figura 16 - Iniciativas de contas e carteiras digitais no Brasil

DELIVERY	E-COMMERCE	SOCIAL
ifood		Mobile Pay
Rappi		RappiBank
	Mercado Livre	Mercado Pago
	B2W	Ame Digital
	Via Varejo	banQI
	GPA	banQI
	Magalu	Magalu Pay
	Peixe Urbano	Peixe Pay
	Whatsapp	WhatsApp Pay

Fonte: Comparativo dos bancos digitais Idwall

Figura 17 - Análise SWOT dos bancos digitais e fintechs

SWOT - Bancos Digitais ▾	
<p>Strengths</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Distribuição escalável e fácil ☆ ■ Ausência de tarifas de conta corrente ☆ ■ Forte presença digital ☆ ■ Menor estrutura de custos dada a natureza digital de sua operação ☆ ■ Foco em UX para todos os segmentos de renda ☆ 	<p>Weaknesses</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Maior dificuldade na geração de engajamento e do uso das respectivas plataformas ☆ ■ Alta competição entre os bancos digitais e com os bancos incumbentes ☆ ■ Suite de produtos ainda sendo desenvolvida ☆
<p>Opportunities</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Exploração de mercados adjacentes, como varejo, com marketplaces e telecomunicações, com planos de celular ☆ ■ Crescimento de sua penetração na base de clientes dos bancos incumbentes ☆ ■ Bancarização a população brasileira desbancarizada ☆ ■ Ampliação da atuação no segmento PJ ☆ 	<p>Threats</p> <ul style="list-style-type: none"> ■ Alta competição com bancos digitais e players varejistas que vêm montando suas contas digitais ☆ ■ Falta de engajamento dos clientes, levando à baixa monetização de cada um e dos produtos oferecidos ☆

Fonte: Elaboração própria

Ao final da análise, é possível notar que, de fato, para os bancos digitais, dada sua estratégia, existem hoje, no mercado muito mais oportunidades do que ameaças, o que leva à conclusão de que o ambiente externo é favorável para o desenvolvimento deste novo modelo de banco, mesmo sendo muito competitivo. No âmbito interno, por outro

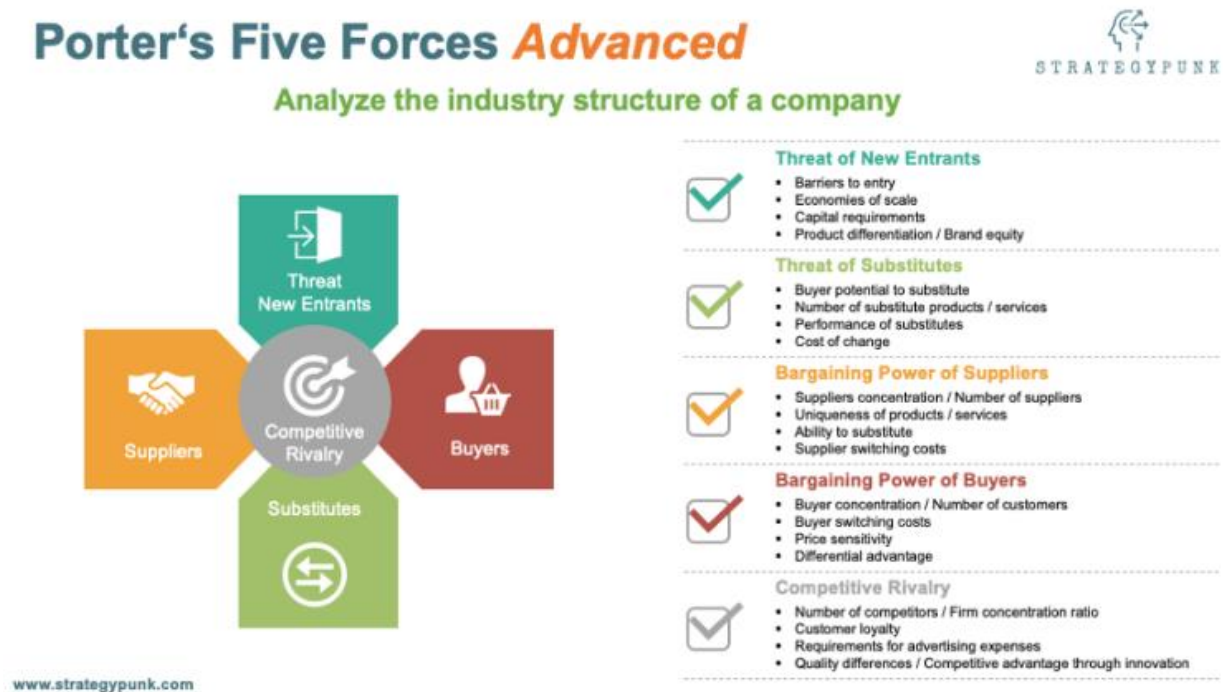
lado, nota-se que os desafios de execução ainda são grandes, como crescimento e engajamento da base de cliente, por exemplo, mas se restringem a fatores operacionais, algo que depende basicamente do time de diretores destes bancos.

Além da análise SWOT, é importante estudar a forma como tais companhias se inserem e se relacionam com sua cadeia de valor, sejam eles clientes, fornecedores, competidores ou novos entrantes.

Desta forma, utiliza-se o Diagrama de Forças de Porter para realizar esta análise, na qual é possível comparar a diferença dos modelos no posicionamento perante a cadeia de valor como um todo.

Como citado, a análise de Porter (PORTER, 1979) trata sobre 5 forças de mercado que afetam as empresas.

Figura 18 - Esquema ilustrativo das Forças de Porter



Fonte: Google Imagens

Quando aplicada ao contexto do trabalho, a ferramenta apresenta os seguintes resultados:

1. Poder de barganha dos fornecedores

- a. Bancos tradicionais - Baixo. Os grandes bancos possuem áreas focadas no relacionamento com os fornecedores, como a área de *procurement*, o que tira poder dos fornecedores. Além disso, devido à escala da operação e sua abrangência geográfica, estes bancos ainda têm condições de acessar fornecedores em todo o país.
- b. Bancos digitais - Médio - A operação destes bancos é muito baseada na tecnologia e no atendimento digital do cliente. Com isso, são altamente dependentes de serviços de infraestrutura digital, geralmente contratados no modelo “*as a service*”, como *Infrastructure as a service*, *banking as a service* ou *software as a service*, o que dá um poder maior para estes fornecedores. Porém, por outro lado, hoje existem diversos fornecedores para este tipo de produto, o que faz com que o poder destes fornecedores tenha um limite razoável.

2. Poder de barganha com clientes

- a. Bancos tradicionais - Baixo. Os bancos tradicionais já cobram tarifas e taxas excessivas de seus clientes, fazendo com que qualquer tentativa de elevação destas cobranças tenha um resultado negativo em termos de base de clientes, dado que hoje em dia, não apresentam diferenciais competitivos fortes em relação às *fintechs*, sendo a sensibilidade a preços, portanto, o ponto mais relevante neste quesito. Anteriormente, os clientes não tinham opções para recorrer nestes casos, porém, com a criação dos bancos digitais, eles se tornaram uma opção importante, reduzindo muito o poder dos grandes bancos frente aos seus clientes e dando a eles poder de escolha, que podem migrar para bancos com menos cobranças e uma proposta de valor mais clara, principalmente para clientes com menos dinheiro investido.
- b. Bancos digitais - Médio. Os bancos digitais têm uma proposta de valor muito clara em relação aos seus clientes, que passa por uma cobrança racional de taxas e tarifas, que geralmente só são cobradas quando algum serviço é prestado, com a conta corrente totalmente gratuita. Com estes diferenciais competitivos, os bancos digitais saem na frente dos bancos tradicionais, entretanto, competem entre si por clientes, que no geral são sensíveis a

preço e que, portanto, podem migrar de um banco digital para outro de forma relativamente simples, dando a eles certo poder de barganha, porém bastante limitado, dado que se trata de um mercado bastante competitivo.

3. Rivalidade entre os competidores - Muito Alta

Neste quesito, todos os bancos competem entre si pelos clientes, mas, mais que isso, pelo engajamento deles. No setor, com a criação dos bancos digitais, a competição ficou muito mais difícil para os grandes bancos, que vêm se reinventando ao longo dos últimos anos para poder enfrentá-los. O Bradesco lançou o Next, seu próprio banco digital, o Itaú lançou o Iti e reformulou sua operação de cartões e de investimentos e, tanto Santander quanto Banco do Brasil focaram no desenvolvimento de seus aplicativos, a fim de oferecer a melhor experiência de uso possível para seus clientes.

Porém, os bancos digitais não são a única concorrência do setor. Ao longo dos últimos anos, com a flexibilização promovida pelo Banco Central com a agenda BC+, surgiram muitas contas e carteiras digitais de instituições que não atuavam como bancos, a exemplo de PayPal, Ame Digital, Picpay, entre outros produtos.

Com isso, podemos concluir que o ambiente competitivo é bastante difícil e disputado, sendo a rivalidade entre competidores, portanto, muito alta. A Figura 19 ilustra de forma bastante sucinta e objetiva como está o ambiente competitivo hoje em relação aos participantes.

Figura 19 - Cenário competitivo atual do setor



Fonte: Comparativo dos bancos digitais - IDwall

4. Ameaça de produtos substitutos

- Bancos tradicionais - Alta.** Os bancos tradicionais vem perdendo tanto clientes quanto *share of wallet* dos clientes da base há alguns anos, dado que, para estes clientes, é muito simples criar e utilizar uma conta em um banco digital, mesmo possuindo uma conta em um banco tradicional. Desta forma, os bancos tradicionais têm funcionado como uma espécie de aquário onde os bancos digitais “pescam” novos clientes oferecendo conta gratuita, isenção de tarifas e seu ecossistema de soluções que vem evoluindo ao longo do tempo. Além dos bancos digitais, como já citado, existem as carteiras digitais, que também podem ser encaradas como produto substituto a uma conta bancária tradicional.
- Bancos digitais - Baixa.** Dada a dinâmica explicada acima e a proposta de valor bastante clara dos bancos digitais, a perda de clientes para substitutos, no geral carteiras digitais, é muito pequena. O que ocorre com mais frequência é a perda de *share of wallet* destes clientes, que reduzem o nível transacional nas contas digitais para transacionar nas carteiras digitais, escolha muitas vezes induzida por benefícios maiores oferecidos pelas

carteiras, que muitas vezes não são sustentáveis no longo prazo, o que limita muito o poder destes produtos, que já são, por si só, limitados em termos de ferramentas, funcionalidades e outros aspectos levados em conta pelos clientes.

5. Ameaça de novos entrantes - Alta

Como já explicitado, com a flexibilização na regulação promovida pelo BC justamente com o intuito de trazer mais concorrentes para o setor, melhorando, assim, a oferta e os preços para os consumidores, o setor, que era atrativo pelo fato de seus *players* apresentarem altos retornos, começou a ser inundado por novas empresas, o que segue acontecendo até hoje, o que mostra o sucesso da iniciativa da agenda BC+. Porém, por mais que a ameaça de novos entrantes seja grande, estes novos entrantes costumam demorar para atingir uma escala operacional que impacte seus concorrentes, o que dá tempo aos *players* já estabelecidos para tentarem se defender.

3.3 AGENDA BC#

A agenda BC# é uma evolução da agenda BC+, instituída pelo Banco Central com o objetivo de aumentar a competição no setor financeiro e, com isso, reduzir as taxas de juros e melhorar a oferta de produtos financeiros para todos os brasileiros. Com isso, o Banco Central lançou esta agenda, que possui cinco pilares em sua concepção:

1. Inclusão: promover a inclusão financeira e facilitar o acesso dos brasileiros aos mercados financeiros;
2. Competitividade: incentivar a entrada de novas instituições no setor para que se aumente a competição no setor financeiro e de pagamentos, a fim de servir melhor os clientes e a sociedade;
3. Transparência: aprimorar a transparência e o fluxo de informações entre as instituições de mercado;
4. Educação: fomento à educação financeira, incentivando a participação nos mercados e capitais de maneira razoável e consciente;

5. Sustentabilidade: estimular o uso consciente do capital, por meio de finanças sustentáveis e investimentos que possuam preocupação e cuidado com temas de ESG.

Junto a estes pilares, estão a inovação, a tecnologia e o uso de dados, que possuem papel fundamental no todo, funcionando como agente viabilizador de todos os projetos que vêm sendo propostos.

Desde o estabelecimento da agenda, muitos avanços já foram obtidos, apesar de o caminho para que ela atinja seu objetivo integralmente ser longo.

Desde o início da agenda BC#, os avanços mais relevantes obtidos foram:

- Redução dos spreads e consequente barateamento do crédito no Brasil;
- Regulamentação de *fintechs* de crédito;
- Implementação do sistema de pagamentos instantâneos (Pix);
- Aprovação da autonomia do BC;
- Criação do *Open Banking*, com implementação faseada (fases 1 e 2 já implementadas).

Figura 20 - Agenda BC# e seus pilares



Fonte: Banco Central

3.4 ANÁLISE ESTRATÉGICA

3.4.1 Estratégias de distribuição

As estratégias de distribuição das instituições foco do trabalho são bastante claras, mas vêm sofrendo mudanças ao longo do tempo, à medida que os bancos digitais provam que seu modelo de distribuição, além de muito mais barato, é muito mais eficiente na obtenção de clientes.

Desde o início, a estratégia de distribuição dos bancos tradicionais foi baseada nas agências e nos postos de atendimento, o que fez com que, no auge do modelo, pouco antes da entrada dos bancos digitais no setor, o Brasil registrasse cerca 24 mil agências e 20 mil postos de atendimento espalhados pelo país. A partir de então, muitos bancos,

ao perceber a eficiência da estratégia e do produto digital, passaram a fechar agências ou trocá-las por postos de atendimento, a fim de reduzir custos e enxugar sua estrutura, extremamente custosa. Com isso, os bancos tradicionais passaram a adotar uma estratégia mista, fechando algumas agências, mas mantendo outras para atender os clientes que as demandam. Aliado a isso, a presença digital destas instituições vem aumentando ano a ano, complementando a estratégia física e adicionando mais um canal de distribuição à operação do modelo tradicional.

Gráfico 1 - Evolução do número de agências no Brasil nos últimos cinco anos

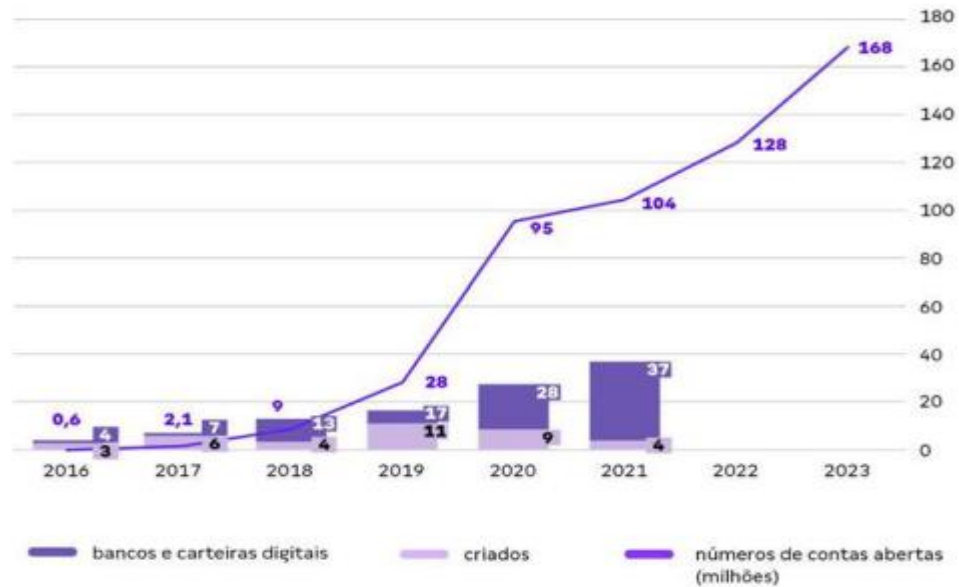


Fonte: Comparativo dos bancos digitais – Idwall

Já os bancos digitais, que nasceram com um DNA enxuto, derivado do *lean startup*, desde o início, focaram sua distribuição no digital, sem postos físicos, operando apenas com as sedes administrativas. Ao longo do tempo, este modelo foi se provando eficiente e eficaz, trazendo clientes a um custo de aquisição de clientes muito baixo, quando comparado aos bancos tradicionais. Com isso, os bancos digitais conseguiram captar cada vez mais clientes investindo em marketing e em produtos que gerassem engajamento e retenção destes clientes. Ao provar a eficiência da estratégia, muitos outros *players* passaram a seguir este mesmo *playbook*, o que fez com que houvesse cada vez mais *players* digitais no mercado. Grandes exemplos do sucesso desta estratégia são Nubank e Picpay, que, de 2019 a 2021, aumentaram de forma exponencial

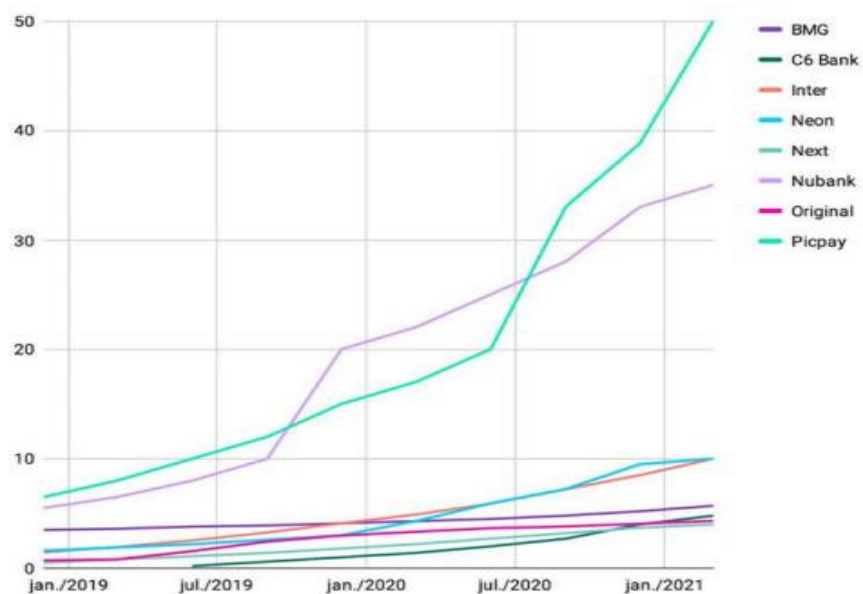
suas bases de clientes, saindo de aproximadamente 10 milhões de clientes em julho de 2019 para cerca de 35 e 50 milhões de clientes, respectivamente.

Gráfico 2 - Crescimento passado e estimado para os players digitais



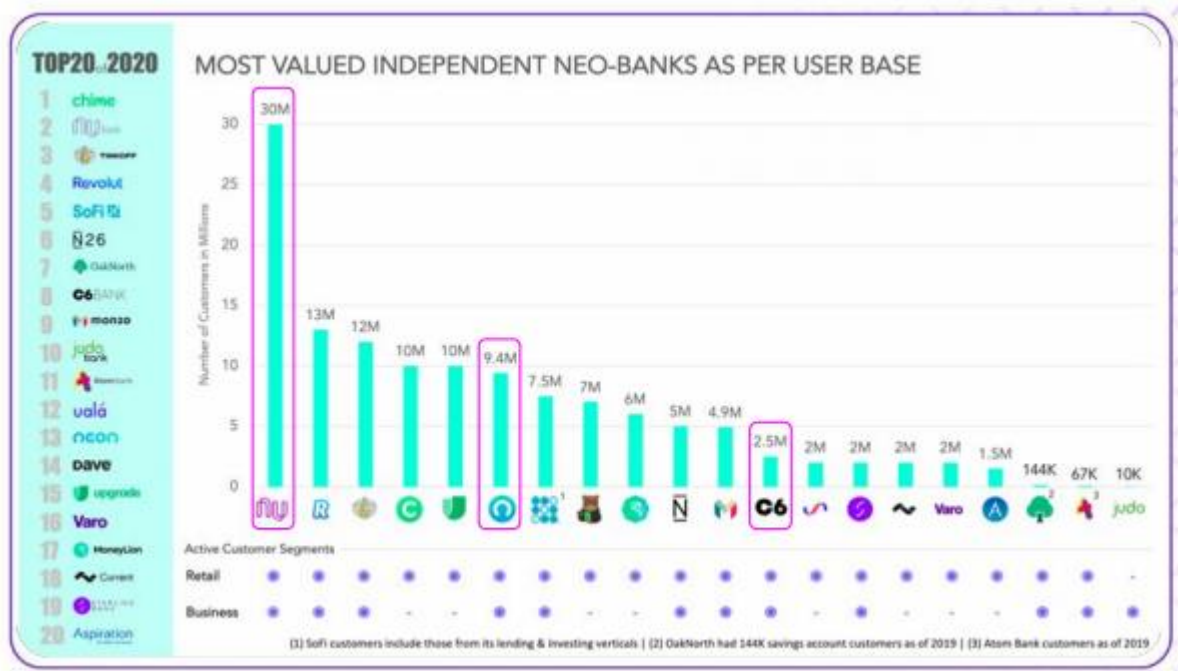
Fonte: Comparativo dos bancos digitais – Idwall

Gráfico 3 - Evolução no número de clientes dos principais players digitais



Fonte: Comparativo dos bancos digitais - IDwall

Gráfico 4 - Número de clientes dos bancos digitais privados pelo mundo no final de 2019



Fonte: Comparativo dos bancos digitais - IDwall

3.4.2 Estratégias de operação e produto

Em relação ao produto oferecido aos clientes, bancos digitais e bancos tradicionais possuem diferentes abordagens.

Neste setor existem dois principais tipos de plataformas, um focado apenas em serviços bancários e financeiros e outro focado na experiência do cliente, com soluções diversas integrando uma plataforma, chamada, por vezes, de Super Apps.

Nestes Super Apps, bancos como C6 e Inter agregam diversos serviços, como pagamentos, crédito, cartões, *marketplace*, entre outros serviços, com o intuito de rentabilizar seus clientes, dado que não cobram tarifas.

Esta diferença na abordagem do produto faz com que a operação destes dois tipos de empresa seja diferente. O primeiro modelo, focado apenas em produtos financeiros, mais característico de bancos tradicionais, tem operação focada no desenvolvimento e aprimoramento dos produtos financeiros existentes em sua base, com pouca inovação no processo.

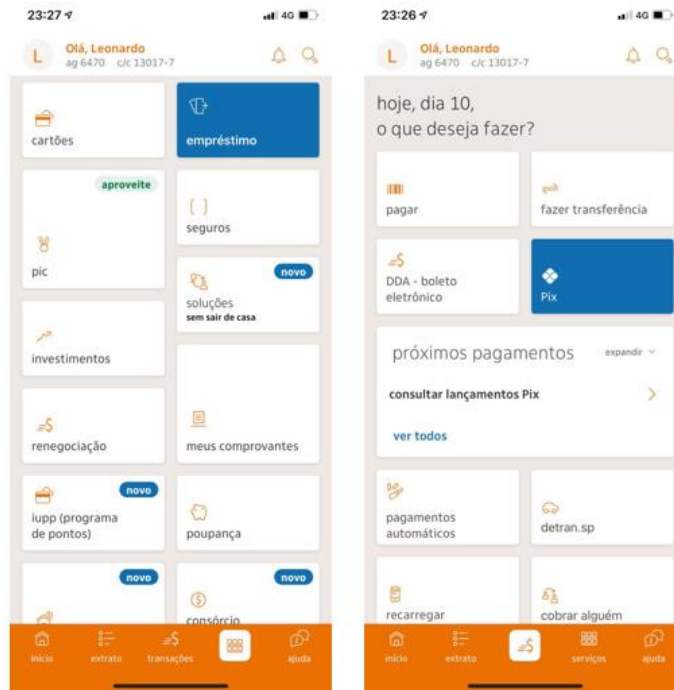
No modelo tradicional, a estrutura organizacional é extremamente hierarquizada e burocrática, com processos muito bem definidos, trazendo, aos produtos que possuem, na maioria das vezes, apenas inovações incrementais. Além disso, estes aspectos organizacionais tornam estas companhias mais lentas, sendo, portanto, muito menos propensas a inovar de forma radical e original. Os bancos tradicionais, no geral, tendem a se preocupar mais em manter seu mercado, que vem sendo atacado, do que em inovar.

Já os bancos digitais, que em sua maioria atuam com super apps, tem foco muito forte na integração de suas diversas frentes de negócio em seu aplicativo e na necessidade de seus clientes. Neste modelo, a empresa opera com uma filosofia de lean startup, gestão ágil e *scrum*, identificando as dores e, conseqüentemente, as necessidades de seus clientes e desenvolvendo produtos para suprir tais necessidades. São montados times, que estudam, desenvolvem e colocam os novos produtos em operação. Estes produtos são testados, muitas vezes em versões beta, e, caso deem certo, passam a fazer parte da oferta de produtos da empresa. Caso os testes não funcionem, o projeto é pivotado ou encerrado. Esta forma de operar é muito aderente ao lema “*fail fast, learn faster*” defendido por Ries em “A Startup Enxuta”.

Esta filosofia permite uma agilidade e uma adaptabilidade muito maior da empresa frente a seus clientes, o que contribui para o processo de inovação. Com isso, estes bancos vêm ganhando cada vez mais importância na vida de seus clientes, retendo-os e ganhando seu engajamento.

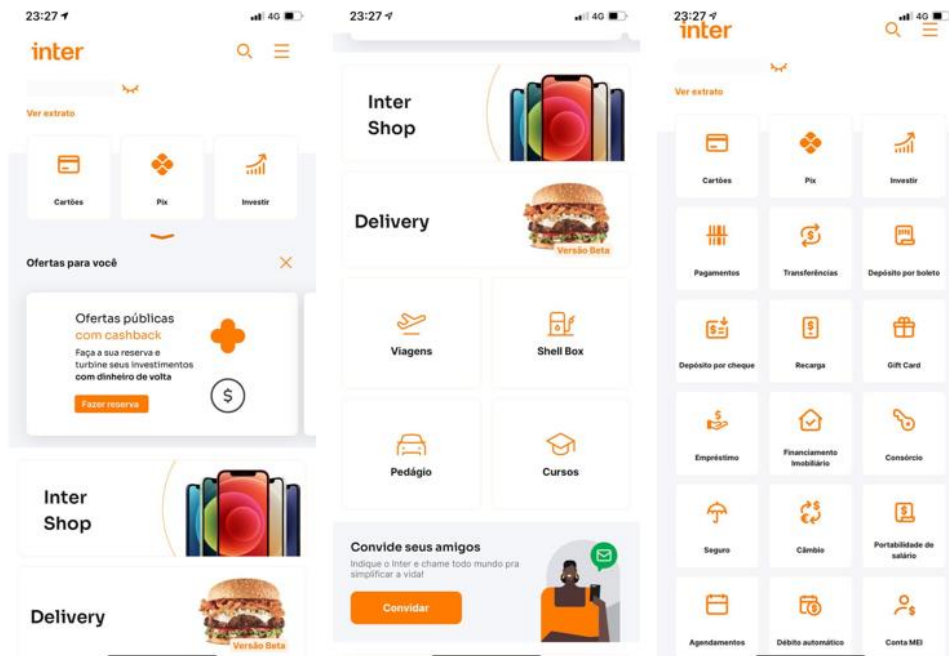
A diferente abordagem estratégica quanto ao produto, feita pelas empresas, é muito poderosa e pode ditar qual dos dois modelos será o vencedor no longo prazo. O real resultado disso é algo que somente será descoberto no futuro, porém, devido à dinâmica recente de ganho de *market share* e de uso destes super apps, o modelo de super apps vem se mostrando mais assertivo e promissor, dado que resolve muito mais problemas para seus clientes de forma fácil, rápida e fluida.

Figura 21 - Exemplo de aplicativo de banco tradicional



Fonte: Captação própria

Figura 22 - Exemplo de SuperApp



Fonte: Captação própria

3.4.3 Estrutura Interna

A estrutura organizacional interna tem papel fundamental na sustentabilidade dos modelos de negócio, principalmente no digital, por isso, é importante mencionar este ponto na análise.

Os bancos digitais utilizam técnicas e métodos de gestão ágil e *scrum* para poder se organizar internamente, a fim de garantir máxima velocidade e eficiência na operação do negócio e no lançamento de novos produtos e/ou funcionalidades. Existem tarefas constantes, realizadas sob a metodologia Lean startup e de gestão ágil, de forma iterativa e, em alguns casos, incremental, para que se obtenha delas, a maior eficiência e menor desperdício possível. Um exemplo bastante simbólico deste tipo de tarefa é a atualização do aplicativo, que é um processo contínuo e que exige melhorias constantes, como se pode ver na Figura 27 o caso do Inter, que liberou 35 versões ou atualizações do app nas lojas de aplicativos só no ano de 2020.

No caso de novos projetos, estes *players* atuam segundo a metodologia de *scrum*, com *squads* de projeto com projetos e tempo bem delimitados, potencializando a eficiência do grupo de colaboradores, como é mostrado no caso do Inter também, que mostra que, em 2020, seus mais de 150 squads entregaram mais de 550 projetos.

Figura 23 - Indicadores e resultados relativos à estrutura organizacional interna do Inter em 2020



Fonte: Relatório anual Inter 2020.

3.4.5 Foco no Cliente

Os grandes bancos atuantes no Brasil, historicamente, sempre tiveram relações um tanto quanto conflituosas com seus clientes, que por muito tempo, não tiveram outra opção, senão aceitar o nível de serviços que lhes era prestado.

Entendendo esta como uma dor relevante dos clientes do setor, as *fintechs* e os bancos digitais, quando puderam começar a operar, focaram seus esforços em endereçar este problema, focando bastante no nível de serviço aos clientes, gerando alta satisfação por parte destes clientes, que começou a ser percebida com o emprego do indicador NPS (Net Promoter Score), (REICHHELD, 2003, 2006), que mede o grau de satisfação do cliente entendendo qual seria sua propensão a indicar os serviços daquela instituição a outras pessoas.

Logo, estas *fintechs* atingiram altos níveis de NPS, e, junto a isto, passaram a experimentar um forte crescimento de seu número de clientes, assim como da retenção e ativação dos clientes que já faziam parte de sua base, mostrando que o foco no cliente gera engajamento e retenção, além de reduzir os custos com aquisição de clientes, dado que clientes satisfeitos acabam indicando os serviços da instituição para amigos, familiares e conhecidos.

O primeiro banco a perceber isto foi o Nubank, e como foi possível notar, na Figura 28, foi uma das *fintechs* que mais adicionou clientes ao seu portfólio. A figura ilustra como a experiência do cliente afeta suas ações futuras nas instituições financeiras, comparando a experiência no cadastro com a intenção em permanecer cliente e utilizar os serviços do banco em questão:

Gráfico 5 - Efeito da experiência do cliente para a retenção do mesmo



Fonte: Comparativo dos bancos digitais - IDWall

Gráfico 6 - Tempo médio para atingimento de determinado número de clientes



Fonte: Comparativo dos bancos digitais - IDwall

3.5 PRODUTOS, SERVIÇOS E UX

3.5.1 Abordagem frente ao produto e UX

Como já abordado, a experiência do cliente é muito importante para sua manutenção na instituição, possibilitando que ela o rentabilize com seus produtos a fim de gerar mais receita com este cliente do que teve de custos para obtê-lo e servi-lo. Entretanto, é necessário entender quais atributos estão contidos na experiência do cliente para que se possa avaliar cada instituição de forma mais clara.

Dentre os principais fatores que compõem a experiência do cliente, alguns se destacam, como:

- Fluidez e facilidade no processo de abertura de conta;
- Facilidade de uso do aplicativo;
- Oferta de produtos;
- Consistência e performance do aplicativo e de suas funcionalidades;
- Responsividade e nível de resolução das reclamações recebidas.

Para tentar materializar estes tópicos, foi necessário buscar informações em sites de reclamações, como o Reclame Aqui e em pesquisas de mercado, como a pesquisa sobre o processo de *onboarding* ou abertura de conta para diversos bancos feita pela IDwall, empresa classificada como IDtech, provedora de soluções de autenticação de identidade, biometria e checagem de documentos, e que fornece suas soluções para muitos dos bancos brasileiros hoje em dia.

Nas imagens a seguir, podemos observar o resultado destas pesquisas, que possibilitam uma série de análises.

1. O tempo de cadastro nos bancos digitais é menor do que nos bancos tradicionais. Além disso, os bancos digitais solicitam um número bastante reduzido de documentos, que varia de 1 a 3, proporcionando ao cliente uma experiência mais fluida e sem fricção;
2. Os tempos de aprovação da conta variam bastante de banco para banco, mas em quase todos os casos, ficam entre 1 e 2 dias;
3. Os bancos digitais possuem nota superior aos bancos tradicionais no Reclame Aqui. Quando se calcula a média ponderada das notas, ponderadas pelo número de avaliações, obtém-se uma nota média de 5,99 para os bancos tradicionais, enquanto os bancos digitais têm nota média de 6,5. Com estes números, podemos notar que o foco no cliente e em sua satisfação é maior nos bancos digitais do que nos tradicionais;
4. Ainda olhando para o cliente, percebemos que o índice médio de solução dos problemas dos clientes dos bancos digitais é maior do que nos bancos tradicionais. Os clientes digitais têm, em média, 79,8% de seus problemas resolvidos, enquanto os clientes tradicionais têm uma solução para seus problemas em 74% das vezes;
5. Por último, é muito importante verificar qual o percentual de clientes voltaria a fazer negócios com as empresas analisadas. Ao analisar estes dados, nota-se que, novamente, os bancos digitais levam vantagem. Na média, 68,7% dos clientes digitais voltariam a fazer negócios com a empresa avaliada, já para os clientes tradicionais, esse número fica em 62,4%.

Olhando para todos estes números, podemos notar os resultados da diferença de abordagem do cliente dos dois modelos estudados neste trabalho. A relação mais próxima, mais completa e com menos fricção existente entre os clientes e as *fintechs* cria uma espécie de fidelidade por parte do cliente, que é crucial para o sucesso e crescimento futuro destas empresas. Conclui-se, portanto, que em termos de produto, User Experience e qualidade do serviço prestado, os bancos digitais levam vantagem sobre seus pares tradicionais.

Figura 24 - Comparação do processo de abertura de conta

instituição	fases	formato de onboarding	cliques (média)	campos	telas	tempo de cadastro (min)	tempo por campo (s)	tempo por tela (s)	tempo de aprovação (horas)
Banco Bari	único	1 tela	53	26	35	06:10	14	11	23:19:00
Banco do Brasil	único	1 tela (Sequenciado)	55	34	30	05:07	9	10	0:00:00
BMG	único	Chat	57	12	39	08:19	42	13	24:00:00
Bradesco	único	Formulário	70	49	30	08:49	11	18	-
BTG+	único	1 tela	60	27	39	08:40	19	13	190:00:00
Itaú	único	1 tela (Sequenciado)	82	30	42	12:07	24	17	18:30:00
Modalmais	único	1 tela (Sequenciado)	91	58	41	09:55	10	15	0:00:00
Safra	único	Chat	69	33	29	10:21	19	21	-
Santander	único	Formulário	73	46	32	11:01	14	21	25:30:00
Sicoob	bifaseado	1 tela (Sequenciado)	51	23	26	10:21	27	24	72:00:00

instituição	fases	formato de onboarding	cliques (média)	campos	telas	tempo de cadastro (min)	tempo por campo (s)	tempo por tela (s)	tempo de aprovação (horas)
Banco Pan	bifaseado	1 tela	61	19	52	10:02	32	12	0:10:00
BS2	único	1 tela (Sequenciado)	65	31	34	11:01	21	19	175:00:00
C6 Bank	bifaseado	Chat	97	24	83	08:17	21	6	0:10:00
Digi+	único	Formulário	89	52	32	10:05	12	19	32:00:00
Digio	único	1 tela	63	23	36	15:50	41	26	0:00:00
Inter	único	1 tela (Sequenciado)	63	40	40	07:45	12	12	0:22:00
Midway	único	1 tela (Sequenciado)	45	26	22	05:05	12	14	-
Neon	único	1 tela	62	24	43	07:10	18	10	0:00:00
Next	único	Formulário	65	32	46	07:56	15	11	0:00:00
Nubank	único	1 tela	91	41	67	09:03	13	8	3:00:00
Original	único	1 tela (Sequenciado)	75	47	30	06:57	9	14	17:00:00
Pagf	único	1 tela (Sequenciado)	70	28	41	08:53	19	13	0:00:00
Sofisa	único	Formulário	49	32	22	06:37	12	18	0:00:00
Superdigital	único	1 tela	54	18	48	06:27	22	8	0:00:00
Woop	único	1 tela	78	24	52	11:10	28	13	35:42:00

Figura 25 - Reclame Aqui bancos tradicionais

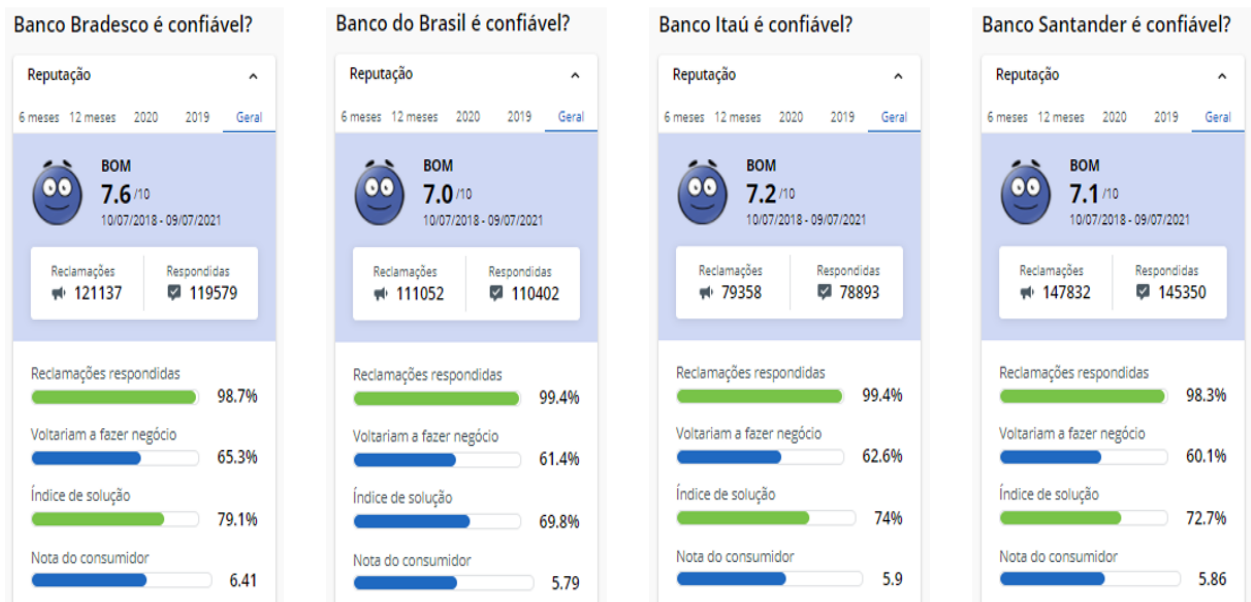
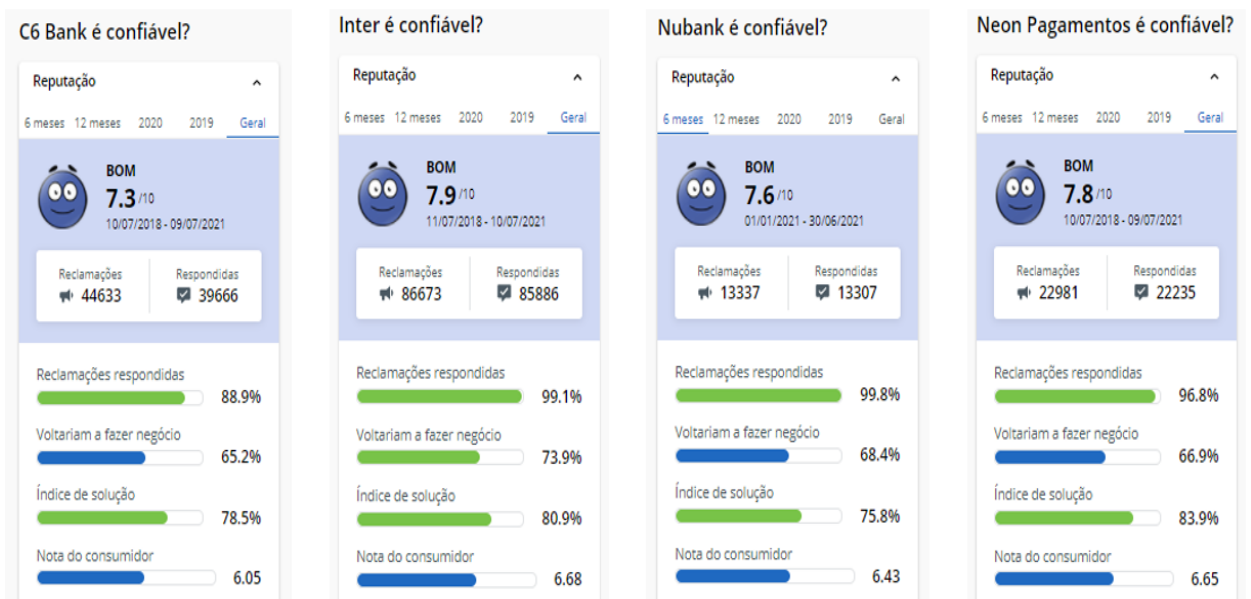


Figura 26 - Reclame Aqui bancos digitais



Fonte: Site Reclame Aqui

3.6 PAPEL SOCIAL DESTES MODELOS DE BANCOS E *FINTECHS* NA SOCIEDADE CAPITALISTA ATUAL

3.6.1 Impactos do modelo digital

Com a evolução dos modelos digitais de se prestar serviços financeiros, muita coisa mudou na indústria, como foi mostrado no trabalho até este ponto. Porém, ao mudar o foco de análise e analisar o tema sob o ponto de vista social, nota-se avanços relevantes, principalmente quando se trata de inclusão no sistema financeiro, um dos cinco pilares da agenda BC#, e que vem sendo cumprido de forma louvável.

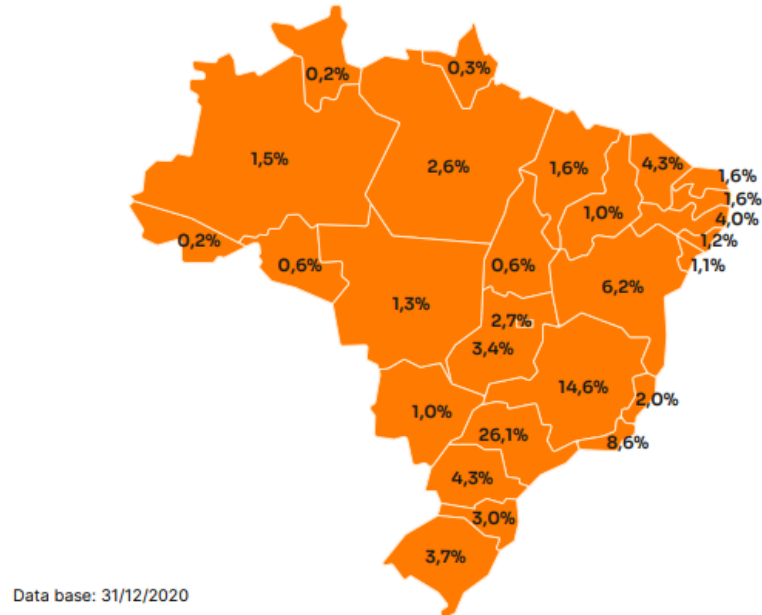
Na economia capitalista, a participação no setor e no sistema financeiro é fundamental para que se possa viver uma vida confortável e digna, construir patrimônio ao longo do tempo, gerir um negócio de maneira satisfatória ou até mesmo conquistar metas de vida, que são viabilizadas, muitas vezes, devido a alguma operação financeira, seja ele um investimento ou a contração de uma dívida.

Até há pouco tempo, por conta da necessidade de uma agência para que se pudesse abrir uma conta em um banco, o nível de desbancarização da população brasileira era extremamente alto. Isto começou a mudar a partir do momento que o BC permitiu a abertura digital de contas correntes. Isto possibilitou que, com apenas um smartphone, fosse possível ter uma conta bancária na instituição que oferecesse esse tipo de produto. Nesta época, a conta totalmente digital ainda era um produto relativamente negligenciado pelos grandes bancos, enquanto os *players* digitais atacavam este mercado com bastante força. Com isso, os bancos digitais, junto à agenda BC#, tiveram papel fundamental na promoção da cidadania financeira e na redução da desbancarização no Brasil, que vem caindo ano a ano, fenômeno que ainda foi acelerado pela covid.

Portanto, é inegável o papel social de inclusão que essas *fintechs* desempenharam e vêm desempenhando no país. Entretanto, cerca de 34 milhões de brasileiros seguem desbancarizados, segundo estudo do Instituto Locomotiva realizado este ano e noticiado pelo jornal Valor Econômico, mostrando que ainda há muito trabalho a ser feito.

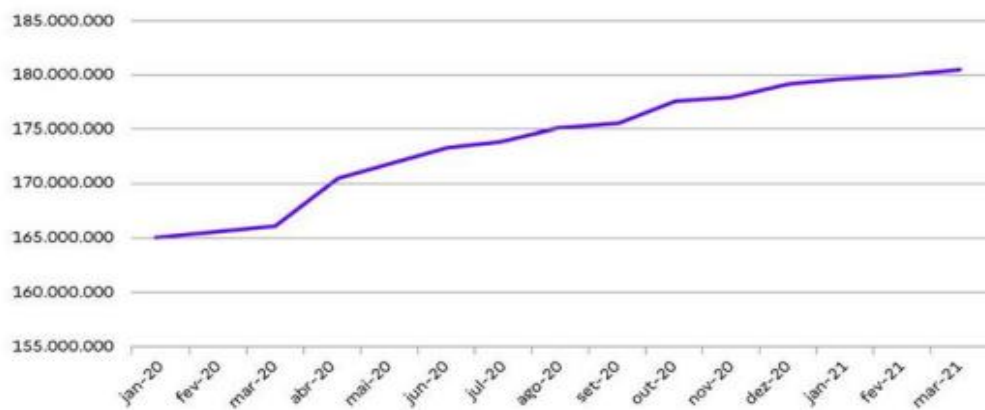
Figura 27 - Presença nacional do Banco Inter

Presença nacional
% de clientes por estado



Fonte: Relatório anual Inter 2020

Gráfico 7- Número de CPFs com relacionamento bancário ativo



Fonte: Comparativo dos bancos digitais - IDwall

3.6.2 Impactos da competição

Além da inclusão financeira, o aumento da concorrência, competitividade e eficiência do setor sempre foi foco da política de abertura de mercado e flexibilização

regulatória do Banco Central. Assim, com a entrada dos novos players no sistema a partir de 2016, foi possível experimentar um ambiente mais concorrido e competitivo, com bancos brigando por clientes e, pela primeira vez, reduzindo o custo do crédito acima da queda da Selic, como podemos ver nos gráficos 8 e 9 e na tabela 2 apresentados a seguir. Na tabela 2 é possível ver com bastante clareza o efeito que a entrada dos bancos digitais e *fintechs* no sistema teve em termos de custo de crédito para o consumidor, dado que, a partir do final de 2018, ano em que a operação destas startups começou a ganhar relevância e escala no país, os spreads de crédito vêm caindo em quase todas as linhas, o que significa crédito mais barato ao consumidor como um todo.

Outro impacto deste aumento da competição veio na parte de cartões, como mostra o gráfico 8. Nele, é possível observar a vertiginosa queda nas taxas de desconto das operações de cartão de crédito, que se deve à entrada de novos competidores no setor de pagamentos, como PagSeguro, Stone e SumUp, para competir com os bancos e players incumbentes que já atuavam no setor como Cielo (Banco do Brasil e Bradesco), Rede (Itaú) e GetNet (Santander).

Logo, ao olhar os efeitos da agenda BC# no setor financeiro, conclui-se que ela está no caminho certo, barateando o crédito, facilitando condições para pequenos e médios empresários e contribuindo para o desenvolvimento tanto do setor em si, como do ambiente de negócios brasileiro como um todo, fomentando o empreendedorismo e a ampla concorrência.

Gráfico 8 - Impactos da competição nas taxas do setor financeiro

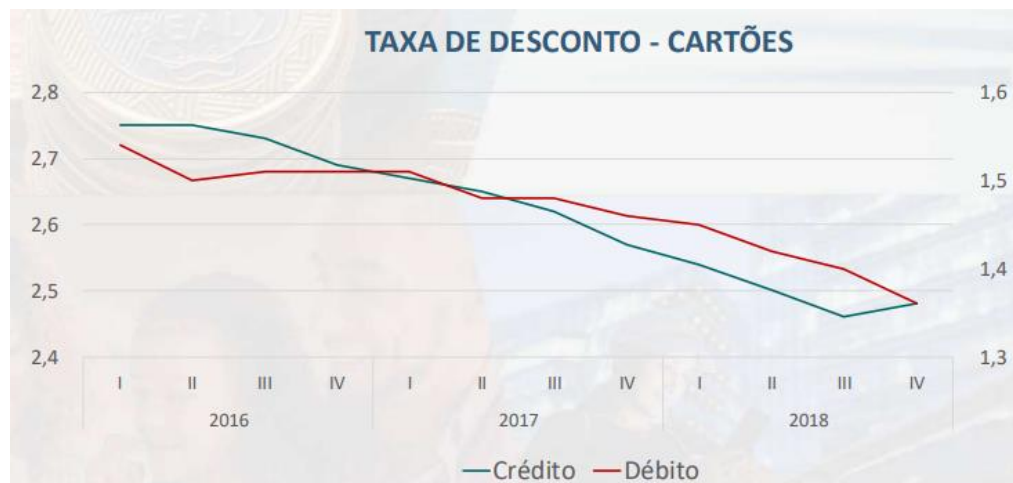


Gráfico 9 - Impactos da competição nas taxas do setor financeiro



Fonte: Banco Central

Tabela 2 - Histórico da taxa anual e spread por linha de crédito

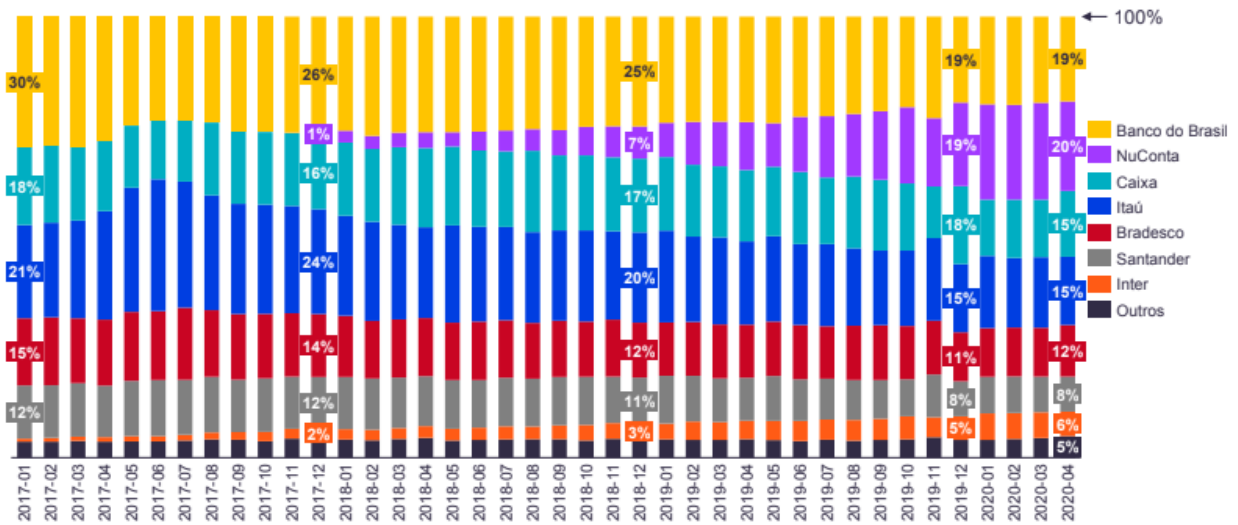
Taxa de juros ao ano por linhas de crédito	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Natural Person - Overdraft	98%	99%	110%	156%	186%	199%	193%	200%	123%	116%
<i>Spread - Overdraft</i>	<i>89.9</i>	<i>91.0</i>	<i>98.9</i>	<i>143.2</i>	<i>171.6</i>	<i>189.1</i>	<i>186.6</i>	<i>194.4</i>	<i>120.1</i>	<i>113.8</i>
Natural Person - Auto Loans	27%	25%	27%	29%	30%	27%	24%	23%	22%	22%
<i>Spread - Auto Loans</i>	<i>18.5</i>	<i>16.9</i>	<i>15.7</i>	<i>15.4</i>	<i>16.0</i>	<i>17.5</i>	<i>17.9</i>	<i>17.0</i>	<i>19.0</i>	<i>19.6</i>
Natural Person - INSS Payroll Loans	29%	27%	27%	28%	30%	28%	26%	24%	21%	21%
<i>Spread - INSS Payroll Loans</i>	<i>20.3</i>	<i>18.7</i>	<i>16.7</i>	<i>14.9</i>	<i>16.1</i>	<i>18.2</i>	<i>19.7</i>	<i>18.5</i>	<i>18.7</i>	<i>18.8</i>
Natural Person - Mortgage Loan Book	9%	8%	8%	9%	10%	10%	9%	8%	7%	7%
<i>Spread - Mortgage Loan Book</i>	<i>0.8</i>	<i>0.2</i>	<i>-2.7</i>	<i>-4.5</i>	<i>-4.4</i>	<i>-0.2</i>	<i>2.5</i>	<i>2.5</i>	<i>4.6</i>	<i>4.7</i>
Legal Person - Working Capital	26%	24%	28%	33%	35%	31%	27%	23%	19%	21%
<i>Spread - Working Capital</i>	<i>17.6</i>	<i>15.9</i>	<i>16.9</i>	<i>19.4</i>	<i>20.9</i>	<i>20.7</i>	<i>20.6</i>	<i>17.1</i>	<i>16.5</i>	<i>18.5</i>
CDI	8.40%	8.06%	10.81%	13.24%	14.00%	9.93%	6.42%	5.96%	2.75%	2.27%

Fonte: Elaboração própria

Após estas análises, é possível concluir que, por conta de todos os fatores expostos, como a proposta de valor mais clara, a excelência no serviço ao cliente, a gratuidade para serviços mais básicos, a agilidade na gestão e na transformação interna, o intenso uso de dados e da tecnologia como promotor de eficiência operacional, entre outros aspectos discutidos, os bancos digitais vêm superando os bancos tradicionais na disputa intrasetorial, o que é evidenciado pelo gráfico 10, que mostra Nubank e Inter como os dois grandes ganhadores de *share* nos últimos anos, enquanto os bancos tradicionais vêm perdendo cada vez mais espaço, fato evidenciado pelo gráfico 11, exposto na sequência, que compara a evolução do *market share* no Brasil dos dois modelos analisados pelo trabalho.

Gráfico 10 - Evolução do share de resgates por instituição financeira

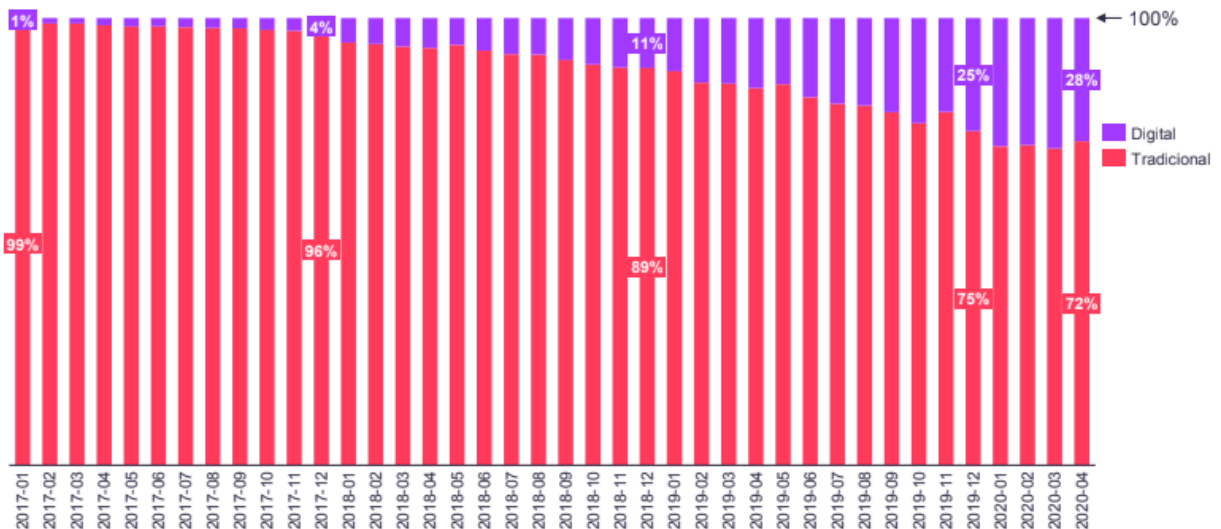
Evolução do share de resgates por instituição bancária - Geral



Fonte: Banco Central e Méliuz (<https://www.meliuz.com.br/blog/bancos-tradicionais-x-bancos-digitais/>)

Gráfico 11 - Evolução do share de resgates por modelo de negócio

Evolução do share de resgates por Tipo de Banco - Geral



Fonte: Banco Central e Méliuz (<https://www.meliuz.com.br/blog/bancos-tradicionais-x-bancos-digitais/>)

3.7 ANÁLISES QUANTITATIVAS

Com a análise qualitativa finalizada e a dinâmica de funcionamento e de competição esclarecida, é necessário quantificar alguns pontos nos quais os principais efeitos destas dinâmicas são sentidos. Assim, nesta seção serão abordados os seguintes tópicos:

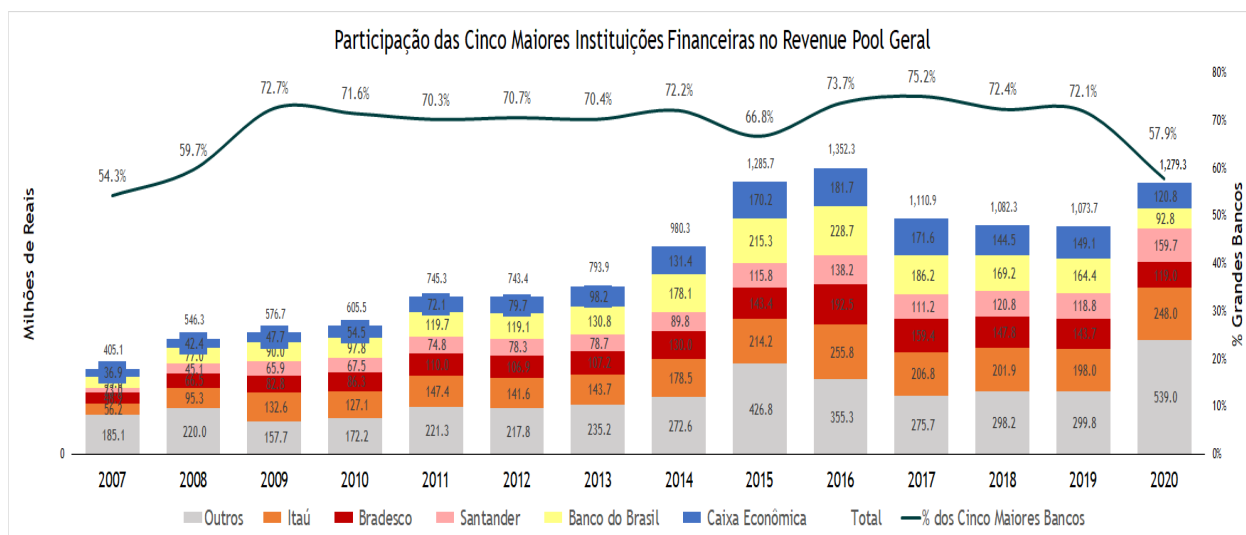
1. Cálculo do tamanho de mercado: cálculo e análise da evolução do *Revenue Pool* do setor, que nada mais é do que a receita total do setor;
2. Evolução da participação dos bancos tradicionais no *Revenue Pool* do setor;
3. Cálculo do impacto da competição no lucro das empresas do setor: cálculo e evolução do *Profit Pool* do setor;
4. Evolução da participação dos bancos tradicionais no *Profit Pool* do setor;
5. Análise dos *Unit Economics* dos principais players de cada modelo analisado;
6. Análise dos indicadores econômicos dos bancos listados em bolsa;
7. Análise dos *valuations* relativos: análise dos múltiplos de transação e do valor de mercado das principais empresas do setor;
8. Estimativas de retorno do investimento em cada um dos bancos analisados - Aplicação do método TSR (*Total Shareholder Return*) para os bancos analisados.

3.7.1 Cálculo do tamanho dos mercados analisados

Como já apresentado, o setor financeiro sempre foi um setor muito atrativo pelo tamanho e pelo potencial de crescimento de seu mercado endereçável. O cliente acabava ficando refém do sistema financeiro, à medida que não havia para onde recorrer na hora de trocar de fornecedor de serviços financeiros.

A partir da flexibilização, com a entrada dos novos players, a participação dos cinco maiores bancos tradicionais do Brasil vem caindo ao longo do tempo, assim como a receita total deste setor, que em 2016 chegou a R\$1,35 trilhão, caiu até R\$1,07 trilhão em 2019 e em 2020 se recuperou, voltando para R\$1,28 trilhão e com forte tendência de crescimento pela frente.

Gráfico 12 - Revenue Pool do setor financeiro



Fonte: Elaboração própria

Ao analisar o gráfico, além da dinâmica do tamanho consolidado do mercado, fica clara a perda de mercado dos cinco maiores bancos atuantes no Brasil, todos bancos tradicionais. Em 2017, os cinco bancos atingiram seu ápice em termos de participação de mercado, 75,2%, e, a partir de 2018 começaram a perder espaço, fenômeno que se intensificou no último ano, levando o *market share* deste grupo para 57,9%. Em compensação, os outros bancos, muitos deles digitais, vêm ganhando cada vez mais participação no setor, à medida que vai crescendo sua base de clientes e ampliando a monetização e rentabilidade destes clientes, aumentando sua receita. Desta forma, a conclusão de que os modelos digitais estão disruptando os modelos tradicionais na indústria financeira. Em adição a esta conclusão, é válido citar que, com o crescimento exponencial dos modelos digitais, mesmo com as movimentações dos bancos tradicionais, já citadas ao longo do desenvolvimento do trabalho, a tendência é que a participação digital na receita total do setor cresça ainda mais nos próximos anos, enquanto os *players* tradicionais devem sofrer, perdendo receitas com o Pix, com o Open Banking, com a perda de clientes, entre outros fatores que influenciarão o mercado nos próximos anos.

3.7.2 Profit Pool do setor

Ao analisar o *Profit Pool* da indústria, observa-se que a trajetória de crescimento é constante, dado que, no ano de 2020, por conta da pandemia, os bancos precisaram fazer um provisionamento maior devido à conjuntura macroeconômica, o que teve forte impacto nos lucros destas instituições.

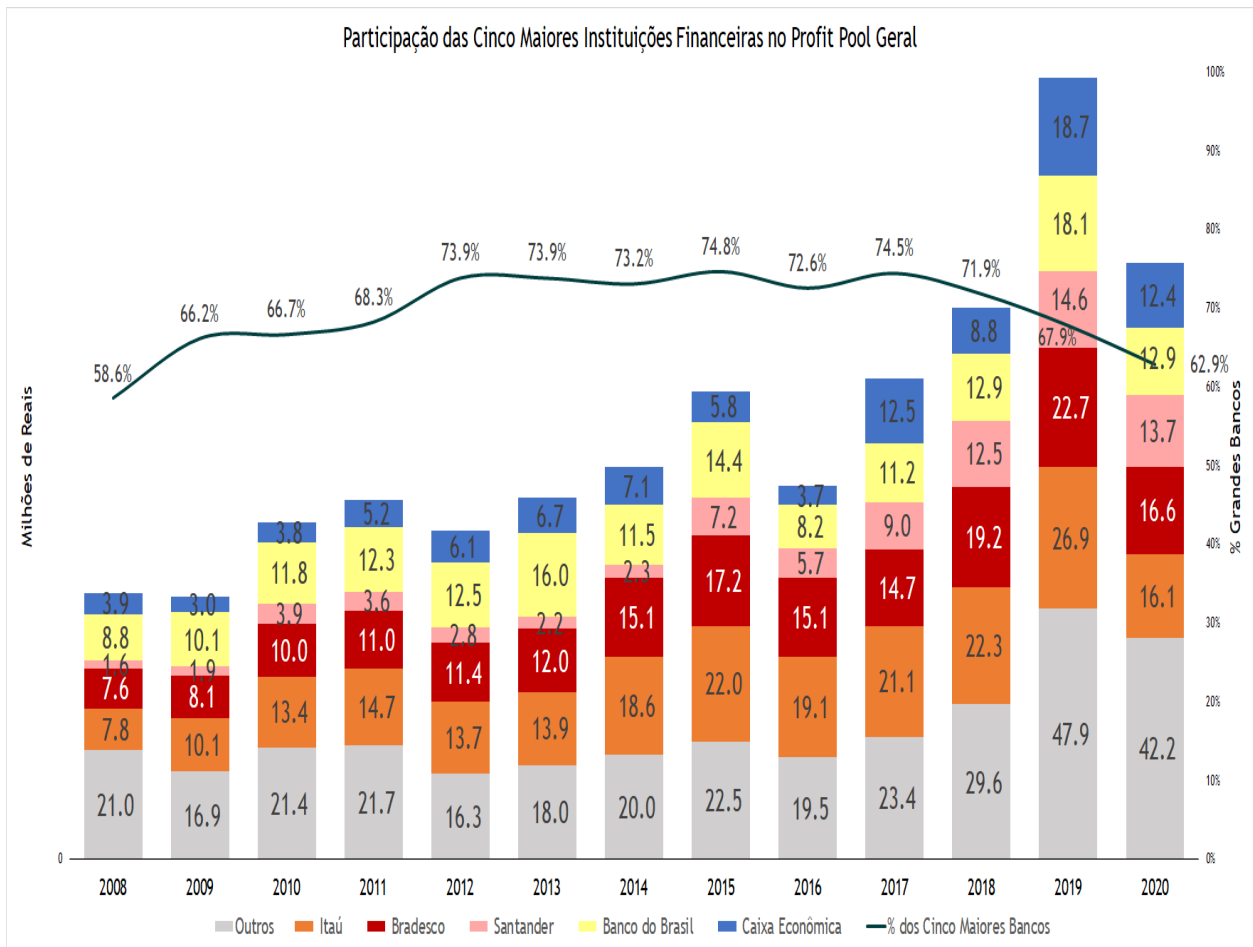
Além do histórico e da tendência futura de crescimento de lucro dos bancos e, consequentemente do setor, podemos extrair do gráfico que os cinco maiores bancos do Brasil também estão perdendo espaço no que se trata de lucro, entretanto, em menor escala. Isto se deve ao fato de que, por conta de seu modelo de negócios, os bancos digitais ampliam sua base de clientes primeiro, crescendo sua receita, porém, por conta da intensa taxa de crescimento, precisam crescer de forma relevante seus custos e despesas por conta de contratação de pessoal e estrutura, o que impacta o lucro no curto prazo.

Ao ganhar tamanho, estas empresas passam a rentabilizar seus clientes de forma mais expressiva e, com isso, conseguem ampliar suas margens e seu retorno sobre o patrimônio líquido.

Por conta disso, observa-se que, devido às baixas, senão negativas margens das *fintechs*, o efeito delas no *Profit Pool* da indústria ainda é baixo. Porém, já há algumas *fintechs* que estão atingindo um tamanho que as permite serem rentáveis, como Inter e Nubank, que devem chegar até o final do ano, a 16 milhões e 40 milhões de clientes, respectivamente. Desta forma, a tendência é que a redução da participação dos grandes bancos se acelere e a participação dos players digitais aumente ao longo dos próximos anos.

Portanto, em mais um dos fatores analisados, constata-se a perda de relevância dos modelos tradicionais e o aumento da vantagem competitiva dos players digitais sobre o setor como um todo.

Gráfico 13 - Profit Pool do setor financeiro



Fonte: Elaboração própria

3.7.4 Unit Economics

Para estudar startups, uma ferramenta muito poderosa para entender a viabilidade econômico financeira do modelo de negócios são os *unit economics*. Estas métricas são relativamente novas e variam muito de empresa para empresa, desta forma, a análise destes é algo personalizado, caso a caso, porém funcionam como boas aproximações para players com operações e modelos semelhantes.

Para a realização destas análises, foram escolhidos três bancos, Itaú, Inter e Nubank. Como representante do modelo tradicional, foi escolhida a operação de varejo do Itaú, que engloba tanto o segmento de pessoas físicas, quanto o segmento de pequenas e médias empresas, sendo, portanto, comparável aos bancos digitais. Os

demais bancos tradicionais não reportam os dados apartados de sua operação, não sendo possível, portanto, separar o segmento de varejo do segmento de atacado, o que enviesaria e contaminaria a análise.

Dos bancos digitais, os escolhidos foram Inter e Nubank por conta de sua relevância na indústria e da qualidade e disponibilidade das informações divulgadas por ambos os bancos.

A análise é relativamente simples:

1. Calcula-se, para cada ano de exercício completo, o custo de aquisição de clientes (CAC) total. No CAC, entra todo e qualquer tipo de custo relacionado à captação de novos clientes, como gastos com marketing, promoções, *onboarding*, entre outros custos. Em seguida divide-se este número pelo número líquido de novos clientes de cada banco, obtendo o CAC unitário para o ano. Em seguida, projeta-se o CAC futuro de acordo com as especificidades de cada empresa.

Tabela 3 - CAC Inter

Inter	2017	2018	2019	2020 ^a
# clientes	379	1,452	4,059	8,455
# novos clientes	414	1,073	2,607	4,396
Custo de aquisição de clientes total	(22.1)	(44.9)	(90.2)	(71.0)
Propaganda e marketing	(5.1)	(29.3)	(40.3)	(25.6)
Comunicação	(16.2)	(14.8)	(45.9)	(36.7)
Portabilidade e cartões	(0.9)	(0.8)	(4.1)	(8.7)
CAC Un.	(53.39)	(41.86)	(34.60) ^r	(32.31) ^r

Fonte: Elaboração própria, com dados dos relatórios anuais da empresa

2. Em seguida, é calculado o custo de serviço do cliente (*Cost to serve* - CTS), que representa todo o custo que os bancos têm para servir aos clientes. Basicamente, esta linha é calculada a partir do opex total, que é o total de custos e despesas da empresa. Do opex total, é subtraído o CAC total e, então, divide-se o valor obtido pelo número total de clientes do banco. Em seguida, projeta-se o CTS futuro de acordo com as especificidades de cada empresa.

Tabela 4 - CTS Inter

Inter	2017	2018	2019	2020
# clientes	379	1,452	4,059	8,455
Custo de serviço total	(198)	(286)	(544)	(993)
Custo de crédito	(51)	(58)	(131)	(214)
Despesas Administrativas	(90)	(164)	(323)	(582)
Despesas de pessoal	(78)	(119)	(169)	(229)
Outras despesas	(1)	10	(12)	(38)
CTS	(522.14)	(197.17)	(134.14)	(117.40)

Fonte: Elaboração própria, com dados dos relatórios anuais da empresa

3. Após o cálculo dos custos, calcula-se a receita média por cliente (*Average revenue per user* - ARPU), dividindo a receita total pelo número de clientes do banco. Em seguida, projeta-se a ARPU futura de acordo com as especificidades de cada empresa.
4. O próximo passo é calcular o fluxo de caixa de cada cliente. No primeiro fluxo, dado que é quando o banco incorre nos custos de aquisição daquele cliente, o valor do fluxo é obtido por meio da equação: $ARPU - CAC - CTS$. Nos fluxos seguintes, este cálculo acaba se restringindo ao CTS, resultando na seguinte equação: $ARPU - CTS$.

Tabela 5 - ARPU e FCF do cliente Inter

Inter	2017	2018	2019	2020
ARPU (Em R\$)	1,526.2	484.9	241.8	148.2
		-68.2%	-50.1%	-38.7%
Receita do cliente (Em R\$m)	579	704	982	1,253
Receita de intermediação financeira	558	647	851	936
ARPU de crédito	1,473	445	210	111
Receitas de serviços	20	57	131	317
ARPU de Serviços	54	40	32	38
# Clientes (Em mil)	379	1,452	4,059	8,455
CAC (Em R\$)	(97.5)	(81.7)	(89.0)	(94.9)
CTS (Em R\$)	(522.1)	(197.2)	(134.1)	(117.4)
CTS / ARPU	-34.2%	-40.7%	-55.5%	-79.2%
FCF do cliente - Cohort 2017 (Em R\$)	906.50	287.68	107.69	30.81
FCF do cliente - Cohort 2018 (Em R\$)		205.95	107.69	30.81
FCF do cliente - Cohort 2019 (Em R\$)			18.74	30.81
FCF do cliente - Cohort 2020 (Em R\$)				(64.06)

Fonte: Elaboração própria, com dados dos relatórios anuais da empresa

5. Os fluxos de caixa projetados são descontados pelo retorno mínimo requerido pela gestora, que é de 15%.
6. É estabelecido um crescimento para a perpetuidade (g) de magnitude igual à da inflação e é calculado o fluxo de caixa do cliente na perpetuidade, que é obtido aplicando este crescimento ao último fluxo projetado descontado (FCDn) e dividindo este valor pelo retorno mínimo desejado subtraído desta taxa de crescimento. A equação resultante deste processo é: $(FCDn \cdot (1+g)) / (15\% - g)$.

Tabela 6 - FCF e valor calculado do cliente Inter

2020	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
FCF nominal do cliente - Cohort 2020 (Em R\$)				(64)	54	78	104	148	162
FCF descontado do cliente - Cohort 2020 (Em R\$)				(64)	48	61	73	92	90
Valor do cliente - 5 anos	210								
Valor do cliente - 10 anos	705								
Valor do cliente - Perpetuidade	1,020								

Fonte: Elaboração própria, com dados dos relatórios anuais da empresa

7. Por último, somam-se os fluxos descontados, a depender do horizonte de tempo no qual se deseja estudar o valor do cliente. Este cálculo, geralmente, tende a tentar estimar o valor global do cliente, portanto, todos os fluxos de caixa do cliente são somados, incluindo a perpetuidade, chegando ao valor de cada cliente na respectiva instituição. Este valor é dividido pelo CAC unitário dos clientes, chegando, finalmente, ao indicador a ser estudado: múltiplo LTV/CAC.

Tabela 7 - LTV/CAC do cliente Inter

Cohort 2020	Inter	
	LTV	LTV/CAC
Valor do cliente - 5 anos	210	6.50x
Valor do cliente - 10 anos	705	21.82x
Valor do cliente - Perpetuidade	1,020	31.57x
Payback do cliente - Anos	2.4	

Fonte: Elaboração própria, com dados dos relatórios anuais da empresa

Aplicando este método para os três bancos citados, obtém-se o seguinte resultado:

Tabela 8 - FCF do cliente e *Unit Economics* dos bancos brasileiros

Itaú	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ARPU (Em R\$)	1,371.0	1,374.9	1,440.5	1,335.6	1,402.4	1,472.5	1,546.1	1,623.4	1,704.6
ARPU/Mês	114.3	114.6	120.0	111.3	116.9	122.7	128.8	135.3	142.0
Receita do cliente (Em R\$mm)	69,921	72,181	79,227	74,792	-	-	-	-	-
Margem com clientes	38,570	40,242	46,764	44,471					
ARPU de crédito	756	767	850	794					
Resultado Seguros	7,255	6,808	7,052	6,821					
ARPU de Seguros	142	130	128	122					
Receitas de Serviços	24,096	25,131	25,411	23,500					
ARPU de Serviços	472	479	462	420					
# Clientes	51,000	52,500	55,000	56,000					
CAC	(1,911.3)	(2,374.7)	(1,485.6)	(3,384.0)	(3,214.8)	(3,054.1)	(2,901.4)	(2,756.3)	(2,618.5)
CTS	(915.6)	(932.0)	(977.6)	(1,068.1)	(1,121.5)	(1,177.6)	(1,236.5)	(1,298.3)	(1,363.2)
CTS / ARPU	-66.8%	-67.8%	-67.9%	-80.0%	-80.0%	-80.0%	-80.0%	-80.0%	-80.0%
Inter	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ARPU (Em R\$)	1,526.2	484.9	241.8	148.2	151.1	185.2	236.0	284.2	298.3
		-68.2%	-50.1%	-38.7%	1.9%	22.6%	27.4%	20.5%	4.9%
Receita do cliente (Em R\$mm)	579	704	982	1,253	2,416	4,337	7,455	11,420	14,545
Receita de intermediação financeira	558	647	851	936	1,398	2,450	4,162	5,835	7,278
ARPU de crédito	1,473	445	210	111	87	105	132	145	149
Receitas de serviços	20	57	131	317	1,018	1,887	3,293	5,585	7,267
ARPU de Serviços	54	40	32	38	64	81	104	139	149
# Clientes (Em mil)	379	1,452	4,059	8,455	15,989	23,419	31,593	40,175	48,758
CAC (Em R\$)	(97.5)	(81.7)	(89.0)	(94.9)	(28.3)	(25.8)	(21.1)	(20.1)	(20.1)
CTS (Em R\$)	(522.1)	(197.2)	(134.1)	(117.4)	(97.4)	(107.6)	(132.1)	(136.4)	(136.1)
CTS / ARPU	-34.2%	-40.7%	-55.5%	-79.2%	-64.5%	-58.1%	-56.0%	-48.0%	-45.6%
Nubank	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025
ARPU (Em R\$)	72.8	12.5	130.3	153.1	199.0	258.7	336.3	437.2	568.4
Receita do cliente (Em R\$mm)	218.5	74.0	2,566.8	4,592.7	8,358.6	13,039.5	19,494.0	27,876.5	38,051.4
Receita de intermediação financeira	0.0	(410.4)	2,566.8	4,592.7					
ARPU de crédito	0.0	(69.6)	130.3	153.1					
Receitas de serviços	218.5	484.4	0.0	0.0					
ARPU de Serviços	72.8	82.1	0.0	0.0					
# Clientes (Em mil)	3,000	5,900	19,700	30,000	42,000	50,400	57,960	63,756	66,944
CAC (Em R\$)	(2.0)	(12.8)	(16.3)	(8.5)	(2.6)	(3.7)	(4.9)	(7.5)	(44.6)
CTS (Em R\$)	(110.0)	(105.1)	(128.8)	(152.6)	(145.0)	(137.7)	(130.9)	(124.3)	(118.1)
CTS / ARPU	-151.0%	-837.7%	-98.8%	-99.7%	-72.9%	-53.2%	-38.9%	-28.4%	-20.8%
Average 2021-2025	Itaú		Inter		Nubank				
	LTV	LTV/CAC	LTV	LTV/CAC	LTV	LTV/CAC			
Valor do cliente - 5 anos	-1,140	-	396	17.67x	1,042	190.09x			
Valor do cliente - 10 anos	-697	-	630	27.34x	1,805	390.37x			
Valor do cliente - Perpetuidade	-99	0.03x	945	41.25x	2,938	621.65x			
Payback do cliente - Anos	7.9		0.0		0.0				
Average 2017-2020	Itaú		Inter		Nubank				
	LTV	LTV/CAC	LTV	LTV/CAC	LTV	LTV/CAC			
Valor do cliente - 5 anos	-1,011	-	705	18.80x	159	171.27x			
Valor do cliente - 10 anos	-56	-	1,147	27.54x	1,351	312.69x			
Valor do cliente - Perpetuidade	870	0.03x	1,636	42.01x	3,056	502.14x			
Payback do cliente - Anos	6.7		1.0		3.9				

Fonte: Elaboração própria, com dados dos relatórios anuais da empresa

Analisando o resultado obtido, é possível concluir que, novamente, os bancos tradicionais estão sofrendo. Olhando para o FCF do cliente do Itaú, percebe-se que o CTS é muito alto, efeito da grande estrutura de custos atrelada ao modelo tradicional já discutida ao longo do trabalho. Além disso, o CAC unitário destes bancos é extremamente alto, dado que opera em um modelo já saturado e que vem sendo atacado em diversas frentes, o que acaba reduzindo a eficiência do dinheiro gasto com aquisição de clientes.

Já nos players digitais, que estão crescendo em ritmo acelerado, é possível perceber os efeitos do foco no cliente e da eficiência operacional produzida pela tecnologia. O foco no cliente e a preocupação com a usabilidade e completude da plataforma contribuem para o CAC, ajudando as respectivas empresas a mantê-lo sob controle. Já a tecnologia e a eficiência operacional podem ser percebidas no CTS, que vai sendo diluído em relação à ARPU ao longo do tempo, devido à alavancagem operacional gerada pelo modelo de negócios digital.

Com isso, quando se estuda o quadro com os múltiplos LTV/CAC destas companhias, percebe-se que somente o cliente que fica mais de 10 anos nos bancos tradicionais terá valor positivo caso a dinâmica siga desta forma. Em compensação, nos modelos digitais, o cliente passa a ser mais valioso a cada ano que passa, dada à alavancagem operacional inerente ao modelo. Porém, é necessário levar em conta que, em um futuro não tão distante, a disputa por clientes no meio digital fará com que o CAC destas empresas cresça demais, e, neste momento, pode ser que o modelo destas companhias fique comprometido, forçando-as a se reinventar, com o objetivo de reduzir este custo ou crescer a receita que consegue extrair de cada cliente.

3.7.4 Análise de indicadores econômicos

A análise de um investimento passa, necessariamente, pela análise de indicadores econômicos, como a rentabilidade da empresa e seu crescimento de receita e de lucro.

No setor financeiro, o principal indicador para mensurar o retorno é o *Return On Equity* (ROE), que é o retorno sobre o patrimônio líquido.

Para analisar estes indicadores, é importante olhar também para a sua evolução ao longo do tempo, o leva às informações constantes na Tabela 8:

Tabela 9 - Indicadores Econômicos dos bancos analisados

ROE	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Itaú	16.78%	17.39%	18.55%	20.50%	22.30%	13.26%	17.60%
Bradesco	15.52%	13.82%	16.27%	18.02%	19.89%	12.69%	17.54%
Santander	10.63%	14.33%	17.62%	19.81%	21.22%	17.62%	19.19%
Inter	14.59%	10.48%	5.18%	0.20%	2.97%	6.13%	13.31%
Pan	6.10%	5.79%	11.44%	0.00%	10.96%	15.68%	15.54%

Crescimento de receita	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Itaú	-0.10%	1.70%	6.14%	-6.31%	7.84%	7.81%	9.42%
Bradesco	1.73%	0.20%	8.05%	-3.43%	7.36%	12.23%	10.04%
Santander	11.21%	12.63%	12.10%	1.30%	10.23%	5.73%	7.24%
Inter	8.86%	57.68%	55.04%	39.67%	152.06%	62.91%	42.78%
Pan	38.71%	-10.78%	11.67%	33.53%	5.95%	16.11%	20.12%

Crescimento de lucro	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Itaú	7.24%	7.39%	8.86%	-30.31%	33.72%	13.91%	12.86%
Bradesco	0.00%	-19.67%	21.00%	-30.28%	47.57%	13.42%	11.60%
Santander	21.67%	40.99%	30.40%	-18.21%	16.69%	6.20%	7.83%
Inter	89.90%	40.67%	16.44%	-109.12%	-1306.52%	340.98%	105.53%
Pan	-189.62%	4.19%	132.91%	27.06%	30.83%	28.80%	51.67%

Fonte: S&P Capital IQ e dados das empresas disponíveis nos respectivos sites

Em termos de rentabilidade, fica muito claro o estágio dos bancos digitais, que estão começando a rentabilizar suas bases de clientes, aumentando seus ROEs, enquanto os players tradicionais vêm sofrendo com a queda em seus ROEs devido ao aumento de competição e ao patamar alto que vinham sendo entregues.

Além disso, a diferença entre os dois modelos fica muito clara quando se olha para o crescimento de receita. Enquanto os bancos tradicionais estão se recuperando da crise gerada pela pandemia e dos ataques frequentes recebidos às suas linhas de receita, os bancos digitais estão acelerando seu faturamento, lançando novos produtos, entrando em novas avenidas de negócios e fazendo parcerias com grandes empresas no Brasil.

Quanto ao lucro, percebemos a mesma dinâmica que existe para a receita, porém, com o efeito da alavancagem operacional dos modelos digitais, que potencializam o crescimento do lucro das *fintechs*.

3.7.5 *Valuations* relativos

Um método muito importante, mas também muito simples de se avaliar uma empresa, é por meio da análise de múltiplos. Esta análise permite com que se realize uma avaliação relativa quanto ao valor de certa empresa, de acordo com parâmetros operacionais ou financeiros, ligados à sua operação.

O múltiplo mais conhecido e mais usado no setor financeiro é o múltiplo P/L (preço sobre lucro), que mede a quantas vezes seu lucro, uma empresa negocia.

Partindo do princípio de que os mercados são eficientes, os múltiplos acabam sendo boas ferramentas para análise e compreensão das dinâmicas de mercado.

Os múltiplos, em teoria, possuem, em sua composição, uma mistura de fatores que fazem com que ele chegue a determinado número. O múltiplo teórico acaba sendo pouco usado, mas o conceito de que estes fatores influenciam em seu valor permanece.

Os principais fatores que influenciam os múltiplos são:

- Rentabilidade;
- Crescimento;
- Taxa mínima de retorno requerida.

Com isto em mente, é possível analisar os múltiplos do setor financeiro e entender o motivo de algumas discrepâncias existentes.

No estudo de múltiplos, foram consideradas empresas brasileiras e estrangeiras, sendo elas:

- Digitais
 - Inter
 - Banco Pan
 - Tinkoff
 - Kaspi
 - Capitec
 - Square
 - XP
 - Stone
 - Méliuz
- Tradicionais

- Itaú
- Bradesco
- JP Morgan
- Goldman Sachs
- *Bank of America*

Para que se possa compreender mais claramente, a análise foi segmentada de duas formas. Além da forma citada acima, entre players tradicionais e digitais, os bancos foram segmentados entre estrangeiros e nacionais, para que fosse possível ter uma noção clara de quais níveis múltiplos comandam cada tipo de empresa.

Tabela 10 - P/L histórico dos bancos tradicionais estudados

P/L Histórico - Tradicionais	Nacionais	Estrangeiros	Média Geral
Média 1 ano	10.62x	12.61x	11.81x
Média 3 anos	10.46x	11.18x	10.89x
Média 5 anos	10.43x	11.63x	11.15x

Fonte: S&P Capital IQ

Tabela 11 - P/L histórico dos players digitais estudados

P/L Histórico - Digitais	Nacionais	Estrangeiros	Média Geral
Média 1 ano	116.93x	61.90x	92.47x
Média 3 anos	51.60x	45.12x	48.36x
Média 5 anos	45.84x	42.37x	43.52x

Fonte: S&P Capital IQ

Como fica perceptível, os players digitais possuem múltiplos médios muito mais altos do que os players tradicionais. Isto se deve ao crescimento exponencial que praticamente todas estas empresas vêm demonstrando nos últimos trimestres, além do potencial futuro de rentabilidade que estes players têm, o que explica, por dois, dos três componentes dos múltiplos citados acima, o motivo desta discrepância.

Enquanto as *fintechs* gozam de múltiplos elevados, os bancos tradicionais, que vêm sofrendo com a queda de seus ROEs e com a desaceleração de seu crescimento, negociam com múltiplos bastante razoáveis, próximo das 10 vezes o lucro projetado para o próximo período.

3.8 TSR (Total Shareholder Return)

Por fim, como último tópico a ser tratado no trabalho de formatura, está o TSR, o qual, como já explicado, é um método em que, por meio de projeções de um indicador financeiro de uma empresa e um múltiplo de saída, é possível estimar o retorno potencial de um investimento.

Atualmente, os bancos digitais chamam muito a atenção por conta de seu modelo de negócios e suas vantagens competitivas, porém suas ações têm subido de forma expressiva na bolsa de valores, deixando dúvidas sobre a existência ainda de retornos a serem capturados pelos investidores. Desta forma, o TSR contribui bastante, auxiliando no cálculo deste número. Como visto nas tabelas 10 e 11, os players digitais negociam todos a múltiplos altos, acima de 40 vezes, enquanto os players tradicionais não passam das 13x.

Assim, para estimar o potencial de retorno das empresas, foram usados múltiplos de 8x a 10x para bancos tradicionais e de 20x a 40x para os players digitais, de acordo com o múltiplo médio de negociação de cada empresa. Com isso, foram obtidos os seguintes resultados:

Tabela 12 - TSR bancos tradicionais

Empresa:		Itaú	Ticker:	ITUB4								
Valor de mercado (Em R\$m):		271.224	Payout:	50%								
					Dividendos							
	P/E	Múltiplo de saída	XTIR	Retorno	Ano do Lucro	Lucro	7/12/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
1y		10.0x	24.2%	10.8%	2022	28.780.5	(271.224)	300.438.0				
2y		10.0x	19.9%	30.7%	2023	32.481.5	(271.224)	12.633.5	339.205.3			
3y		10.0x	19.4%	55.1%	2024	36.922.7	(271.224)	12.633.5	14.390.2	385.467.4		
4y		10.0x	17.4%	74.5%	2025	39.539.0	(271.224)	12.633.5	14.390.2	16.240.8	413.851.3	
5y		10.0x	15.8%	92.9%	2026	41.516.0	(271.224)	12.633.5	14.390.2	16.240.8	18.461.3	434.929.0

Empresa:		Bradesco	Ticker:	BBDC4								
Valor de mercado (Em R\$m):		220.338	Payout:	50%								
					Dividendos							
	P/E	Múltiplo de saída	XTIR	Retorno	Ano do Lucro	Lucro	7/12/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
1y		8.0x	33.4%	14.6%	2022	29.904.6	(220.338)	252.420.2				
2y		8.0x	22.8%	35.3%	2023	33.374.9	(220.338)	13.183.4	281.951.7			
3y		8.0x	19.6%	55.7%	2024	36.215.2	(220.338)	13.183.4	14.952.3	306.408.7		
4y		8.0x	15.9%	67.2%	2025	36.280.3	(220.338)	13.183.4	14.952.3	16.687.5	308.350.1	
5y		8.0x	15.0%	86.8%	2026	38.094.3	(220.338)	13.183.4	14.952.3	16.687.5	18.107.6	322.894.8

Empresa:		Santander	Ticker:	SANB4								
Valor de mercado (Em R\$m):		148.018	Payout:	50%								
					Dividendos							
	P/E	Múltiplo de saída	XTIR	Retorno	Ano do Lucro	Lucro	7/12/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
1y		10.0x	41.1%	17.6%	2022	16.628.7	(148.018)	174.116.2				
2y		10.0x	21.5%	33.2%	2023	17.931.3	(148.018)	7.829.1	187.627.3			
3y		10.0x	19.7%	55.9%	2024	20.064.7	(148.018)	7.829.1	8.314.4	209.612.3		
4y		10.0x	13.4%	54.9%	2025	18.699.0	(148.018)	7.829.1	8.314.4	8.965.6	197.022.3	
5y		10.0x	12.4%	68.9%	2026	19.364.0	(148.018)	7.829.1	8.314.4	8.965.6	10.032.3	202.989.5

Fonte: Elaboração própria

Tabela 13 - TSR para os bancos digitais

Empresa:	Inter	Ticker:	BIDI4								
Valor de mercado (Em R\$m):	65,048	Payout:	50%								
				Dividendos							
				43.4 191.5 393.5 1,095.0 1,642.4							
P/E	Múltiplo de saída	XTIR	Retorno	Ano do Lucro	Lucro	7/12/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
1y	40.0x	-95.3%	-76.4%	2022	382.9	(65,048)	15,360.0				
2y	40.0x	-38.7%	-51.3%	2023	787.0	(65,048)	43.4	31,672.1			
3y	40.0x	13.1%	35.7%	2024	2,189.9	(65,048)	43.4	191.5	87,989.5		
4y	40.0x	23.0%	105.0%	2025	3,284.9	(65,048)	43.4	191.5	393.5	132,489.0	
5y	40.0x	28.7%	209.5%	2026	4,927.3	(65,048)	43.4	191.5	393.5	1,095.0	198,733.4

Empresa:	Pan	Ticker:	BPAN4								
Valor de mercado (Em R\$m):	26,680	Payout:	50%								
				Dividendos							
				428.8 552.3 837.8 1,205.0 1,385.8							
P/E	Múltiplo de saída	XTIR	Retorno	Ano do Lucro	Lucro	7/12/2021	12/31/2021	12/31/2022	12/31/2023	12/31/2024	12/31/2025
1y	20.0x	-30.2%	-15.6%	2022	1,104.7	(26,680)	22,522.2				
2y	20.0x	19.3%	29.6%	2023	1,675.5	(26,680)	428.8	34,062.3			
3y	20.0x	29.4%	89.2%	2024	2,410.0	(26,680)	428.8	552.3	49,037.8		
4y	20.0x	25.9%	122.7%	2025	2,771.5	(26,680)	428.8	552.3	837.8	56,635.0	
5y	20.0x	24.1%	162.3%	2026	3,187.2	(26,680)	428.8	552.3	837.8	1,205.0	65,130.3

Fonte: Elaboração própria

Ao analisar as tabelas e taxas de retorno obtidas, nota-se que o setor ainda é bastante atrativo para investimentos, seja olhando para bancos tradicionais ou para bancos digitais. As ações dos bancos tradicionais são investimentos um pouco mais conservadores, com menor crescimento em termos de lucro e dividendo maior no curto e médio prazo. Já as ações dos bancos digitais são investimentos mais agressivos, com potencial de retorno maior, porém com este potencial muito atrelado ao crescimento da base de clientes e de sua monetização.

3.9 MODELO DE DECISÃO

3.9.1 Método e escolha dos fatores

Para que o modelo pudesse ser compreendido e usado por todos na gestora, foi definido com o time de análise que seria um modelo feito utilizando parâmetros operacionais e financeiros dos bancos digitais e ponderando-os por pesos, que são definidos de acordo com a importância dos respectivos parâmetros para a performance das empresas e startups no setor financeiro. Assim, foi proposto o modelo de média ponderada, e, a partir de então, o trabalho concentrou-se em definir os parâmetros a serem usados.

Historicamente, o indicador mais importante do setor é o ROE, indicador para o qual todos os analistas do setor olham e dedicam tempo para entender suas dinâmicas, benefícios e falhas. Por conta disso, este foi o primeiro fator escolhido.

Outro fator que logo foi definido como fundamental, foi a estimativa de retorno, obtido pelo método TSR, dado que é o mais próximo que se pode, caso os parâmetros usados sejam robustos, do retorno que o investimento naquela empresa deve gerar. Como a gestora onde o autor do trabalho de formatura atua tem uma filosofia de longo prazo, olha-se para o retorno estimado para o final de 2025, assim, o fator foi adicionado à conta.

A gestora em questão, por conta de seu tamanho, apresenta restrições quanto à liquidez de seus investimentos, não podendo investir em ativos pouco líquidos. Desta forma, liquidez também foi incorporada ao cálculo.

Fatores operacionais e qualitativos interferem muito no retorno de um investimento em todos os setores. Por conta disso, foram elencados os principais fatores relativos a estes temas e foram escolhidos o modelo de negócios e a dinâmica de *market share* do setor como os principais pontos a serem levados em conta, o que fez com que estes pontos entrassem na conta também.

Figura 28 - Fórmula do cálculo da média ponderada

$$W = \frac{\sum_{i=1}^n w_i X_i}{\sum_{i=1}^n w_i}$$

Fonte: Google Imagens

Após estas definições, foram conferidos os seguintes pesos aos fatores:

1. Modelo de negócio: 3;
2. Estimativa de retorno pelo TSR: 3;
3. Liquidez média: 1;
4. Dinâmica de market share: 2;
5. ROE médio dos últimos 3 anos: 2;

6. ESG: 2.

Cada fator possui uma forma de avaliação específica, detalhada a seguir:

1. Modelo de negócios: nota relativa ao modelo de negócios da empresa, onde a comparação entre os players é bastante levada em consideração. Como, segundo o estudo realizado, o modelo do Inter se mostrou o mais promissor, foi conferida a nota 10 a este modelo. Apesar de um modelo digital e eficiente, o Pan ainda não tem uma oferta tão completa de produtos, ficando atrás do Inter neste sentido, mas à frente dos players tradicionais. Dentre os players tradicionais, todos possuem modelos de negócios muito semelhantes, entretanto, o Itaú é o banco que mais teve habilidade para tocar suas operações. Com isso, obteve nota 7, enquanto Bradesco e Santander obtiveram nota 6.
2. Como, no geral, as estimativas de retorno ficam entre 0% e 50%, foi pensado um modelo que pegasse a amplitude do retorno estimado, mas ainda resultasse em um valor entre 0 e 10. Desta forma, a nota para este quesito é obtida pela multiplicação da estimativa obtida por 20.
3. Para poder avaliar a liquidez, foi preciso criar uma escala. Para empresas que negociam, diariamente, volumes acima de R\$100 milhões, não existem problemas de liquidez, logo a escala criada tem 11 faixas, com notas indo de 0 a 10. A faixa com nota 0 engloba as empresas que negociam entre R\$0 e R\$9 milhões de reais, a faixa seguinte, de nota 1, engloba as que negociam de R\$10 a R\$19 milhões e, assim, sucessivamente.
4. A dinâmica de *market share* é medida de forma bem simples, tendo sua nota igualada à diferença de *market share* em pontos percentuais de determinada empresa, frente ao da mesma companhia no período exatamente anterior ao período em questão.
5. ROE: por ser um indicador medido em percentual e com valores variando entre 0% e 30%, foi adotado o mesmo procedimento adotado para o TSR.
6. ESG: nota conferida de acordo com os parâmetros e diretrizes ESG das empresas em questão, como:
 - a. Compromisso ambiental e social;

- b. Comprometimento com acionistas minoritários;
- c. Qualidade da gestão.

Após este processo, foram levantados os dados das empresas e a tabela resultante exposta na Tabela 14:

Tabela 14 - Parâmetros para o cálculo do score de cada empresa

	Itaú	Bradesco	Santander	Inter	Pan
Modelo de negócio	7.0	6.0	6.0	10.0	9.0
TSR	17%	16%	13%	23%	26%
Liquidez média	10.0	10.0	10.0	5.0	4.0
Dinâmica de market share	0.0 p.p.	1.0 p.p.	0.0 p.p.	1.0 p.p.	1.0 p.p.
ROE	20%	18%	20%	0%	0%
ESG	8.0	7.0	9.0	9.0	7.0

Fonte: Elaboração própria com dados das empresas analisadas

3.9.2 Calibragem e validação do modelo

O modelo escolhido foi definido por meio de conversas com o time da gestora onde o autor do trabalho de formatura atua e com analistas de bancos de investimentos especialistas no setor financeiro.

Primeiro, foi realizada uma conversa com o gestor do autor do trabalho, para que fossem estabelecidos os parâmetros iniciais do modelo de decisão. Por conta das especificidades do setor, foi demandado que houvesse conversas com especialistas no setor, então, foram marcadas conversas com analistas de três bancos diferentes para que o modelo pudesse ser validado. Os analistas foram escolhidos com base em um sistema que os classifica de acordo com suas recomendações. Com isso, consultamos o sistema (Bloomberg) e escolhemos os três primeiros colocados.

Em linhas gerais, alguns feedbacks foram recebidos e ponderados como as notas para os modelos de negócios e ESG, dado que ainda são ponto de difícil quantificação. Entretanto, pela reconhecida relevância de ambos os temas, os analistas do banco A e do banco C concordaram que estes fatores deveriam estar no modelo final, enquanto o analista do banco B condicionou a permanência a um teste de calibragem do modelo com dados passados.

O modelo foi validado nestas reuniões e depois passou pelo teste de calibragem dos pesos, que havia sido solicitado, utilizando os valores médios de 2020 e as performances das respectivas ações no mesmo ano. O resultado obtido foi positivo, o que fez com que não houvesse a necessidade de realizar mudanças na equação.

Tabela 15 - Teste de calibragem

Modelo de decisão		Itaú	Bradesco	Santander	Inter	Pan
Modelo de negócio	3	7.0	6.0	6.0	10.0	9.0
TSR	3	3.0	2.4	3.0	5.0	4.4
Liquidez média	1	10.0	10.0	10.0	5.0	4.0
Dinâmica de market share	2	0.0 p.p.	1.0 p.p.	0.0 p.p.	1.0 p.p.	1.0 p.p.
ROE médio	2	3.7	3.2	3.1	1.5	1.2
ESG	2	7.00	7.00	9.00	9.00	7.00
Total		4.7	4.4	4.7	5.6	4.8
Retorno no ano		-12.01%	-16.17%	-11.98%	166.20%	-10.70%

Fonte: Elaboração própria

3.10 MODELO DE DECISÃO COM APLICAÇÃO DOS OUTPUTS DAS ANÁLISES PARA O SETOR FINANCEIRO NO BRASIL

Por último, foram aplicados os últimos dados disponíveis ao modelo desenvolvido, obtendo a seguinte tabela:

Tabela 16 - Dados aplicados ao modelo

	Itaú	Bradesco	Santander	Inter	Pan
Modelo de negócio	7.0	6.0	6.0	10.0	9.0
TSR	17%	16%	13%	23%	26%
Liquidez média	10.0	10.0	10.0	5.0	4.0
Dinâmica de market share	0.0 p.p.	1.0 p.p.	0.0 p.p.	1.0 p.p.	1.0 p.p.
ROE	20%	18%	20%	0%	0%
ESG	8.0	7.0	9.0	9.0	7.0

Fonte: Elaboração própria

Tabela 17 - Modelo de decisão

Modelo de decisão		Itaú	Bradesco	Santander	Inter	Pan
Modelo de negócio	3	7.0	6.0	6.0	10.0	9.0
TSR	3	3.5	3.2	2.7	4.6	5.2
Liquidez média	1	10.0	10.0	10.0	5.0	4.0
Dinâmica de market share	2	0.0 p.p.	1.0 p.p.	0.0 p.p.	1.0 p.p.	1.0 p.p.
ROE médio	2	3.7	3.2	3.1	1.5	1.2
ESG	2	8.00	7.00	9.00	9.00	7.00
Score		5.0	4.6	4.6	5.5	5.0

Fonte: Elaboração própria

Após a operação do modelo, os scores da tabela 17 foram obtidos. Estes scores, ou notas, trazem consigo, mensagens bastante interessantes. É possível perceber que os maiores scores estão nos bancos digitais e no Itaú, *player* de maior qualidade dentre os selecionados para a análise. Ao mesmo tempo que estes bancos ficaram bem classificados, é possível observar que Bradesco e Santander obtiveram notas mais baixas, reflexo de seus problemas, sejam eles operacionais, financeiros ou simplesmente de preço. Esta classificação corrobora o julgamento dos gestores e da dupla responsável pelo setor financeiro quanto ao investimento no setor. Com isto, o modelo cumpre com seu papel, ajudando na compreensão do setor e no mapeamento das melhores oportunidades a serem capturadas pela empresa do autor deste trabalho de formatura.

4 CONCLUSÕES

4.1 RESULTADOS OBTIDOS

A indústria financeira vem passando por transformações estruturais que estão mudando a forma com que as empresas do setor desempenham suas funções e encaram a relação com seus clientes.

Porém, isto tudo só foi possível graças às agendas progressistas do Banco Central do Brasil, a agenda BC+ e a agenda BC#. Ambas surgiram com o intuito de abrir o mercado para novas empresas, flexibilizando a regulação e incentivando a entrada de novos *players* no setor financeiro do país. A agenda, além do aumento da competitividade no setor, tinha outros objetivos igualmente importantes, como o fomento à inovação e à inclusão. Desde então, o Banco Central, juntamente às instituições do setor, vem obtendo resultados bastante promissores nestas frentes, como o lançamento do Pix, o faseamento e lançamento da primeira fase do open *banking* e a diminuição da população desbancarizada no país.

Todas estas mudanças opõem os dois principais modelos da indústria: o digital, que vem provocando estas mudanças, e o tradicional, modelo até então muito rentável, que, por conta de seu posicionamento privilegiado, demorou a perceber o impacto que a ascensão do modelo digital trouxe ao ecossistema como um todo.

Por muito tempo, o setor foi dominado por bancos tradicionais, dado que a regulação extremamente rígida e engessada não permitia o estabelecimento de modelos de negócios sustentáveis e competitivos. Isto acabou gerando uma concentração de mercado nos cinco maiores bancos do país, que passaram a dominar o setor com suas agências. O serviço prestado não era bom, porém, como faltavam opções, os clientes destes bancos não tinham alternativas reais de mudança, o que fazia com que permanecessem nos bancos, mesmo sendo mal servidos. O resultado disto foi uma indústria financeira extremamente concentrada, muito rentável e com presença física em todo o território nacional e com clientes extremamente insatisfeitos com o nível de serviço que recebiam.

Com a flexibilização regulatória, novos modelos puderam se estabelecer no setor, modelos muito mais leves, ágeis, com cabeça de startup e com proposta de valor muito mais clara para o cliente final, com um foco em especial, os clientes mal servidos pelo então sistema financeiro tradicional, fosse ele pessoa física ou jurídica.

Desta forma, os modelos digitais se proliferaram, variando em alguns aspectos, mas com sua base na tecnologia e no encantamento do cliente.

O novo modelo logo se provou sustentável e passou a apresentar vantagens competitivas claras. Este fenômeno desencadeou o processo de transformação dos bancos tradicionais, que começaram a se mexer para melhorar sua proposta de valor ao cliente.

Os bancos tradicionais tomaram diversas iniciativas, reformularam produtos, lançaram contas digitais, relançaram suas plataformas com usabilidade melhorada, entre muitas outras ações, porém, os dados de mercado mostram que ainda não foi suficiente para conter o avanço dos bancos digitais, nem para estancar a perda de clientes para estas startups.

A gratuidade da conta corrente e de algumas operações, como transferências e boletos, trouxe muitos clientes para estas *fintechs* no começo de suas operações, entretanto, isto foi apenas o começo. Logo as *fintechs* começaram a evoluir, montar suas operações de investimentos, entre outras divisões, a depender de sua estratégia de produto, trazendo assim, cada vez mais clientes ao entregar tudo o que os bancos tradicionais oferecem com uma experiência de uso muito melhor e taxas muito mais baixas.

Esta dinâmica competitiva logo se traduziu em números, e foi possível observar o impacto dos novos entrantes do setor. Desde 2017, a participação dos cinco maiores bancos do país na receita e no lucro total do setor vem caindo, atingindo os menores patamares da história em 2020. Além disso, percebendo as deficiências de seus modelos e a forte pressão em seus ROEs, os bancos tradicionais iniciaram um movimento de corte de custos, com redução de custos, fechamento de agências e reformulações internas. Até 2019, os incumbentes conseguiram fazer a manutenção dos seus níveis de rentabilidade, entretanto, em 2020, com a maior relevância dos bancos digitais em termos de número e ativação de clientes, a crise da covid-19 e os impactos do Pix, os cortes de

custos não foram suficientes, mostrando que os níveis sustentáveis de ROE no futuro serão menores do que já foi um dia, seja por conta de serviços que se tornaram gratuitos, seja pela competição, que força a redução dos *spreads* na briga pelo cliente.

Logo que a competição se acentuou, as diferenças dos dois modelos de *banking* começaram a ficar cada vez mais evidentes, o que fez com que os investidores atribuíssem diferentes múltiplos e métodos de análise para cada um dos tipos de player do setor, dada a complexidade e ao estágio de desenvolvimento que cada player do setor apresenta.

Esta diferenciação aumentou o nível de dificuldade de análise do setor, tornando um simples mapeamento setorial, uma tarefa trabalhosa, algo que, por definição, um processo de mapeamento setorial não deve ser.

Neste contexto, foi levantada a necessidade de criação de um método mais simples de análise do setor, no qual, com o entendimento de cada modelo de negócios e alguns indicadores financeiros e operacionais, facilmente obtidos no site de investidores das empresas, fosse possível gerar um *output* que servisse de apoio à tomada de decisão de investimento por parte da gestora.

Como o modelo será usado por muitas pessoas, existia o requisito de que ele fosse simples, tanto de se operar, quanto de se compreender, caso fosse necessário fazer alguma alteração em sua mecânica de funcionamento.

Por conta disto, o método escolhido foi o de *scoring*, onde a pontuação de cada empresa é calculada por meio de uma média ponderada. A média de cada companhia é composta de atributos como ROE, características do modelo de negócio, entre outros aspectos, tendo os pesos definidos a partir da importância relativa de cada um destes fatores para o valor das empresas no setor.

Em linhas gerais, os resultados obtidos por meio das análises e do método proposto corresponderam de forma muito satisfatória às expectativas da gestora onde o autor do trabalho de formatura atua, gerando *insights* relevantes para o time de investimentos da gestora em questão.

Foi possível observar que os bancos digitais apresentaram os maiores scores, enquanto os bancos tradicionais tiveram sua pontuação um pouco penalizada pela perda de relevância no setor. Porém, apesar da dinâmica difícil de competição, ainda existem

bancos tradicionais que chamam a atenção do investidor, que obtiveram um score mais alto, como o Itaú, banco que sempre foi considerado um investimento conservador e de qualidade, com uma operação robusta e rentabilidade acima da média.

Com estes resultados, o modelo ganhou força na gestora e vem sendo adotado não só para a indústria financeira, mas também para todas as outras indústrias que possuem dinâmicas competitivas semelhantes, mudando apenas os fatores a serem considerados.

Além disso, com o emprego do modelo de decisão desenvolvido ao longo deste trabalho, foi possível otimizar o tempo da dupla responsável pelo setor financeiro e dos gestores dos fundos, que antes gastavam cerca de duas a três horas por semana discutindo o *pipeline* de análise para o setor. Atualmente, com o uso do modelo, esse tempo caiu para 45 minutos em média, dado que, a reunião já começa focada em alguns poucos nomes a partir do resultado do modelo.

Ainda é cedo para estimar a eficácia deste método em relação a retorno real, e isso só poderá ser feito daqui a alguns anos, porém, com relação à economia de tempo, o modelo foi muito importante, além de embasar, de forma veloz e eficiente, as tomadas de decisão dos gestores.

4.2 PRÓXIMOS PASSOS

O projeto trouxe benefícios para a gestora, entretanto, ainda não pode ser validado em termos de eficiência de retorno real, dado que, por conta de dinâmicas de mercado, isto só pode ser avaliado no longo prazo.

O mercado vive em constantes mudanças, o que demanda que pessoas, análises e ferramentas mudem e evoluam junto. Assim, o modelo continuará em uso, sendo calibrado a cada trimestre e cada ano, a fim de gerar maior acurácia e usabilidade do método desenvolvido por este trabalho de formatura.

A inclusão de mais players, sejam eles tradicionais ou digitais, também é muito importante para a análise, aumentando a amostra e, conseqüentemente, a confiabilidade da análise. O momento em que o país se encontra hoje, com um mercado de capitais pujante, têm viabilizado a abertura de capital de diversas companhias, algumas delas,

bancos digitais ou *fintechs*. Com o tempo, é natural que cada vez mais players deste tipo venham à bolsa, o que enriquecerá ainda mais a análise.

O mercado de capitais fora do Brasil é muito maior e mais rico quando se trata de diversidade de empresas e de modelos de negócios. Logo, é possível, como um próximo passo do modelo, incluir empresas estrangeiras na análise, gerando ainda mais dados e refinando o modelo construído.

Por último, caso o modelo comprove sua eficiência quanto à economia de tempo, é possível que outras duplas da gestora passem a utilizá-lo para setores com dinâmicas semelhantes à do setor financeiro, como os setores de telecomunicações, tecnologia, entre muitos outros. Para isso, será necessário rever tanto quais fatores usar, quanto seus pesos, porém, depois de pronto, o modelo poderá ajudar no embasamento de decisões e na economia de tempo de mais colaboradores da gestora. O tempo economizado pela equipe de investimentos poderá ser reinvestido na análise aprofundada das empresas, gerando uma vantagem competitiva à gestora, frente às suas concorrentes.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

11FS. **Better banking business models**: embedded finance and the path to growth. 2021.

AGILE ALLIANCE. **Manifesto para Desenvolvimento Ágil de Software**. 2001. Disponível em: <http://agilemanifesto.org/iso/ptbr/manifesto.html>. Acesso em: 4 jul. 2021.

ALT, Rainer; BECK, Roman; SMITS, Martin. FinTech and the transformation of the financial industry. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/326991488_FinTech_and_the_transformation_of_the_financial_industry. Acesso em: 06 jun. 2021.

BANCO BRADESCO S.A. **Formulário de Referência 2020**. 2021.

BANCO BRADESCO S.A. **Relatório de Análise Econômica e Financeira 1T21**. 2021.

BANCO BRADESCO S.A. **Relatório de Análise Econômica e Financeira 4T20**. 2021

BANCO BRADESCO S.A. **Relatório de Análise Econômica e Financeira 4T19**. 2020

BANCO BRADESCO S.A. **Relatório de Análise Econômica e Financeira 4T18**. 2019

BANCO BRADESCO S.A. **Relatório de Análise Econômica e Financeira 4T17**. 2018

BANCO CENTRAL. **Base de Dados**. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/ifdata/>. Acesso em: 1 jul. 2021.

BANCO CENTRAL. **Dados Abertos**. Disponível em: <https://dadosabertos.bcb.gov.br/>. Acesso em: 1 jul. 2021.

BANCO CENTRAL. **O que é banco**. 2019. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/bancoscaixaseconomicas>. Acesso em: 05 jun. 2021.

BANCO CENTRAL. **Pix**. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/pix>. Acesso em: 20 jun. 2021.

BANCO CENTRAL. Sistema Financeiro Nacional(SFN). Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 02 jun. 2021.

BANCO INTER. Disponível em: <https://www.bancointer.com.br/>. Acesso em: 15 jun. 2021.

BANCO INTER. Disponível em: <https://www.bancointer.com.br/pra-voce/seguros/>. Acesso em: 15 jun. 2021.

BANCO INTER. Relatório Gerencial e Demonstrações Financeiras 1T21. 2021.

BANCO INTER. Relatório Gerencial e Demonstrações Financeiras 2017. 2018.

BANCO INTER. Relatório Gerencial e Demonstrações Financeiras 2018. 2019.

BANCO INTER. Relatório Gerencial e Demonstrações Financeiras 2019. 2020.

BANCO INTER. Relatório Gerencial e Demonstrações Financeiras 2020. 2021.

BLOG NUBANK. **O que é um Banco Digital?** Qual a diferença para um banco tradicional? Disponível em: <https://blog.nubank.com.br/banco-digital-o-que-e/>. Acesso em: 20 jun. 2021.

BRADESCO. **Formulário de Referência 2020**. 2021.

BRIGATTO, Gustavo. Valor Econômico. **'Fintechs' começam a contar sua história**. 2015. Disponível em: <https://valor.globo.com/empresas/noticia/2015/07/16/fintechscomecam-a-contar-sua-historia.ghtml>. Acesso em: 4 jun. 2021.

BRITO, Renata Peregrino de; BRITO, Luiz Artur Ledur. Vantagem competitiva e sua relação com o desempenho: uma abordagem baseada em valor. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 16, n. 3, p. 360-380, 2012.

C6 Bank. Disponível em: <https://www.c6bank.com.br/>. Acesso em: 01 mar. 2021.

CB INSGHTS. **The state of fintech Q2'20**: Investments and sector trends to watch. 2020.

CONFEDERAÇÃO NACIONAL DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS (Brasil). HISTÓRIA DO SISTEMA FINANCEIRO NACIONAL: VIAGEM DE 1808 A 2002. [S. l.], [201-]. Disponível em: <https://cnf.org.br/historia-do-sistema-financeiro-nacional-viagem-de-1808-a-2002/>. Acesso em: 20 mai. 2021.

CONGO, Mariana. **Banco digital**: qual é o melhor? conheça os principais e saiba o que eles oferecem. 2019. Disponível em: <https://blog.magnetis.com.br/bancos-digitais/>. Acesso em: 13 jun. 2021.

CVA Solutions (2017). Disponível em: <https://www.cvasolutions.com/pt/os-bancos-e-as-fintechs-com-melhorcusto-beneficio-do-pais/>. Acesso em: 18 de junho de 2021.

DOERR, John. **Avalie o que importa:** Como o Google, Bono Vox e a Fundação Gates sacudiram o mundo com os OKR's. Traduzido por Bruno Menezes. Rio de Janeiro: Alta Books, 2019. 320 p.

EPSTEIN (2015). **Finextra**. Disponível em: <https://www.finextra.com/blogposting/10390/understanding-digital-banking>. Acesso em: 18 jun. 2021.

ERNST & YOUNG. **Transformação do setor bancário e de pagamentos no Brasil**. Disponível em: https://www.ey.com/pt_br/financial-services/transformacao-do-setor-bancario. Acesso em: 20 jun. 2021.

ESTADÃO. **Bradesco lança Next com irreverência**. Disponível em: <https://economia.estadao.com.br/noticias/negocios,bradesco-lanca-next-com-irreverencia,70002065515>. Acesso em: 15 jun. 2021.

ESTADÃO. **Brasil tem 230 milhões de smartphones em uso**. 2019. Disponível em: <https://epocanegocios.globo.com/Tecnologia/noticia/2019/04/brasil-tem-230-milhoes-de-smartphones-em-uso.html>. Acesso em: 25 abr. 2021.

FINE, Lawrence. **The SWOT Analysis**. Disponível em: <http://lawrencefine.com/downloads/SWOT%20-%20PDF.pdf>. Acesso em: 20 jun. de 2021.

FISHER, Nicholas I.; KORDUPLESKI, Raymond E. **Good and Bad Market Research: A Critical Review of Net Promoter Score**. Disponível em: https://www.researchgate.net/profile/Nicholas-Fisher-10/publication/328518441_Good_and_Bad_Market_Research_A_Critical_Review_of_Net_Promoter_Score/links/5bd257af299bf1124fa36de1/Good-and-Bad-Market-Research-A-Critical-Review-of-Net-Promoter-Score.pdf. Acesso em: 5 jun. 2021.

GRAHAM, P. **"Startup = Growth"**. Disponível em: <http://www.paulgraham.com/growth.html>. Acesso em: 5 mai. 2021.

GROVE, Andrew S. **High Output Management**. Toronto: Vintage Books, 2015. 244 p.

HUBSPOT. **ARPU: How to calculate and interpret Average Revenue Per User**. Disponível em: <https://blog.hubspot.com/service/arpu>. Acesso em: 5 jun. 2021.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Demonstrações Contábeis Completas 1T2021. 2021.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Demonstrações Contábeis Completas 4T2020. 2021.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Demonstrações Contábeis Completas 4T2019. 2020.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Demonstrações Contábeis Completas 4T2018. 2019.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Demonstrações Contábeis Completas 4T2017. 2018.

ITAÚ UNIBANCO HOLDING S.A. Formulário de Referência 2020. 2021.

KNAPP, Jake; ZERATSKY, John; KOWITZ, Braden. **Sprint**: o método usado no Google para testar e aplicar novas ideias em apenas 5 dias; Tradução: Andrea Gottlieb. -- 1 ed. -- Rio de Janeiro: Intrínseca, 2017. 320 p.

LI, Yinqiao; SPIGT, Renée; SWINKLES, Lawrence. **The impact of FinTech start-ups on incumbent retail banks' share price**. 2017. Disponível em: <https://jfin-swufe.springeropen.com/articles/10.1186/s40854-017-0076-7#Sec2>. Acesso em: 15 jun. 2021.

LIPTON, Alex; SHRIER, David; PENTLAND, Alex. **Digital banking manifesto**: the end of banks? Massachusetts Institute of Technology, 2016.

MACIEL, Raul. **Análise comparativa da composição das receitas dos bancos digitais e dos bancos tradicionais**. 2018.

MÉLIUZ BLOG. **Evolução de share de bancos tradicionais x bancos digitais**: a revolução digital no setor bancário. Disponível em: <https://www.meliuz.com.br/blog/bancos-tradicionais-x-bancos-digitais/>. Acesso em: 18 jun. 2021.

MICHAEL, E. Porter, “**How Competitive Forces Shape Strategy**”. Harvard Business Review, v. 57, n.2. 1979.

NEOFEED. **Com personalização, Itaú Unibanco chacoalha o mercado de cartões**. Disponível em: <https://neofeed.com.br/apresentado-por-itaui/com-personalizacao-itaui-unibanco-chacoalha-o-mercado-de-cartoes/>. Acesso em: 12 jul. 2021.

OLIVER WYMAN. **Mercado de crédito** - Série Panorama Brasil. 2018. Disponível em: https://www.oliverwyman.com/content/dam/oliver-wyman/v2/events/2018/sept/PANORAMA_BRASIL_CREDIT.pdf. Acesso em: 11 jan. 2021.

OPEN BANKING BRASIL. **Conheça o Open Banking**. Disponível em: <https://openbankingbrasil.org.br/conheca/>. Acesso em: 20 jun. 2021.

PANAGIOTOU, George. Bringing SWOT into focus. **Business Strategy Review**, v.14, Issue 2, pp. 8-10, 2003. Disponível em: https://www.academia.edu/10056857/Business_Strategy_Review_Bringing_SWOT_into_focus. Acesso em: 12 jul. 2021.

PWC. **A nova fronteira do crédito no Brasil**. 2019. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/estudos/setores-atividades/financeiro/2019/pesquisa-credito-digital-19.pdf>. Acesso em: 22 nov. 2020.

R7. **Bancos fecham 1700 agências e 5000 caixas eletrônicos em 2020**. Disponível em: <https://noticias.r7.com/economia/bancos-fecham-1700-agencias-e-5000-caixas-eletronicos-em-2020-19022021>. Acesso em: 14 abr. 2021.

REICHHELD, Fred. **Questions about NPS - and some answers**. Disponível em: https://netpromoter.typepad.com/fred_reichheld/2006/07/questions_about.html#more. Acesso em: 5 jun. 2021.

RIES, Eric. **A Startup Enxuta**: como usar a inovação contínua para criar negócios radicalmente bem-sucedidos. Rio de Janeiro: Sextante, 2019. 288 p.

SCHNEIDER, Daniel; BERENT, Matt; THOMAS, Randall; KROSNICK, Jon. **Measuring Customer Satisfaction and Loyalty**: Improving the 'Net-Promoter' Score. Disponível em: <https://www.van-haaften.nl/images/documents/pdf/Measuring%20customer%20satisfaction%20and%20loyalty.pdf> >. Acesso em: 5 jun. 2021.

SERASA ENSINA. **Banco digital x tradicional**: compare as tarifas. Disponível em: <https://www.serasa.com.br/ensina/seu-credito/banco-digital/>. Acesso em: 18 jun. 2021.

SHARMA, Gaurav. **What is digital banking?** 2017. Disponível em: <https://www.ventureskies.com/blog/digital-banking>. Acesso em: 07 jun. 2021.

SUTHERLAND, Jeff. **Agile Can Scale**: Inventing and Reinventing SCRUM in Five Companies. CUTTER IT journal, v.14, n.12, p. 5-11, dez. 2001. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/290823579_Agile_Can_Scale_Inventing_and_Reinventing_SCRUM_in_Five_Companies. Acesso em: 02 jun. 2021.

UOL ECONOMIA. **5 maiores bancos concentram mais de 80% dos depósitos e empréstimos**. Disponível em: <https://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2021/06/07/5-maiores-bancos-concentram-mais-de-80-dos-emprestimos-no-pais-diz-bc.htm>. Acesso em: 9 mai. 2021.

VALOR INTESTE. **34 milhões de brasileiros ainda não tem acesso a bancos no país**. Disponível em: <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2021/04/27/34-milhoes-de-brasileiros-ainda-nao-tem-acesso-a-bancos-no-pais.ghtml>. Acesso em: 15 jun. 2021.

VEJA ECONOMIA. **A guerra entre os bancos tradicionais e as fintechs se acirra**. Disponível em: <https://veja.abril.com.br/economia/a-guerra-entre-os-bancos-tradicionais-e-as-fintechs-se-acirra/>. Acesso em: 19 jun. 2021.

NEOFEEED. **Com personalização, Itaú Unibanco chacoalha o mercado de cartões**. Disponível em: <https://neofeed.com.br/apresentado-por-itaui/com-personalizacao-itaui-unibanco-chacoalha-o-mercado-de-cartoes/>. Acesso em: 12 jul. 2021

DAMODARAN. Aswath. **Determinants of the PE ratio**. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/invfables/peratio.htm. Acesso em: 12 jul. 2021.

KANTAR. **From bricks to clicks: The impact of neobanks so far**. 2019. Disponível em: <https://www2.kantar.com/future-finance-neobanks-2019>. Acesso em: 05 jun. 2021