

O Crédito do Cartão I

Dizem que o termo 'cartão de crédito' surgiu pela primeira vez em *Looking Backward*, novela de 1887 do escritor americano Edward Bellamy. O livro conta a história de Julius West, um jovem americano que após cair numa hipnose profunda desperta no ano 2000, numa América socialista utópica. Bellamy aproveita a confusão mental de seu protagonista para explicar aos leitores os benefícios de uma ordem social onde não há propriedade privada, tudo é produzido pela 'nação' provedora e igualmente distribuído entre seus cidadãos. No início do ano, cada indivíduo recebe um cartão com crédito correspondente à sua quota-parte da produção nacional. O cartão pode ser usado a qualquer momento, em qualquer armazém público, para qualquer necessidade. Nessa sociedade ideal, não há comércio - essa atividade "absolutamente inconsistente com a benevolência mútua e desinteressada que deveria prevalecer entre cidadãos" - nem tampouco dinheiro.

Ironia da história - dos fatos ou das ideias - se Julius West realmente acordasse nos Estados Unidos do século XXI constataria a epidemia daqueles cartões de crédito ("*piece of pasteboard*") como meio de pagamento. Avançando sobre o papel moeda - não extinto (ainda), é verdade - não mais num modelito retrô de papel cartão, mas atualizados na versão petroquímica do plástico. Não mais como símbolo do ideal socialista, mas como signo da vanguarda capitalista.

De fato, de lá pra cá, o cartão deixou a ficção e ganhou vida real. Versátil, evoluiu passando por diversos formatos: cartões metálicos em alto relevo usados nas lojas de departamentos nos anos 30, cartões de desconto para compra de passagens aéreas já a partir de 1934, papel-cartão para compra de combustível nos postos de gasolina nos anos 40. Na década de 50, chegam o *Diners Club* e o *American Express*. Em seguida, o *BankAmericard* estabelecendo a primeira plataforma global bem sucedida de cartão de crédito. Em 2010, foram 283 bilhões de transações em cartões no mundo. Cerca de nove mil por segundo. Um mercado que continua crescendo à taxa de 7% ao ano em termos globais, dois dígitos nos países em desenvolvimento (cfr. *World Payments Report 2012*). Substituindo o papel-moeda e os cheques, os cartões seguem ganhando participação entre os meios de pagamentos, garantindo presença no cotidiano das transações.

No universo dos cartões, o Brasil aparece como um mercado de destaque. Combina expansão geográfica, aumento de penetração por habitante e tecnologia no estado da arte. A ideia desta Carta é a de contarmos um pouco da nossa trajetória como investidores de duas companhias, Redecard e Cielo, protagonistas num segmento importante deste mercado, conhecido por 'adquirência' ou 'credenciamento'. Nosso investimento se iniciou em setembro de 2009 de uma forma bastante *contrarian* e ainda não terminou por completo, embora já tenhamos colhidos excelentes resultados para os nossos cotistas. As duas companhias adquirentes se transformaram num tema de investimento relevante para a Dynamo ao longo deste período. Difícil condensar quatro anos ricos em acontecimentos e intensos em análises em poucas páginas, mas vamos tentar fazê-lo, pelo respeito ao tempo dos nossos leitores. Com isso, perderemos algum detalhe sem comprometer, esperamos, a beleza do caso. Ainda assim, dividiremos a tarefa em duas Cartas. Nesta, descrevemos a estrutura do mercado de cartões no Brasil, situando os papéis dos diversos agentes participantes, com ênfase nas companhias adquirentes. Discutimos também o importante aspecto da questão regulatória sobre nossos investimentos em Cielo e Redecard. Na próxima Carta, analisamos os impactos das mudanças regulatórias sobre o ambiente competitivo das adquirentes e sobre a concorrência entre elas. Tratamos também da questão do conflito de interesses entre as companhias adquirentes e seus respectivos bancos acionistas/parceiros comerciais. Por fim, aproveitamos o caso para tecer alguns comentários sobre *contrarianism* em investimentos.

Configuração: Emissor, Bandeira, Adquirente

O mercado de cartões conta com vários atores, desempenhando papéis distintos. O emissor é a instituição financeira responsável pelo lançamento cartão e pelo relacionamento com o seu portador. Geralmente papel desempenhado por um banco, o emissor é quem habilita o cartão, identifica e autoriza o usuário, estabelece limites de crédito e encargos financeiros, cobra a fatura e define os programas de benefícios. A bandeira, tecnicamente denominada 'proprietária do esquema', é a empresa que define as regras e o funcionamento da plataforma.

É quem detém a marca do cartão e investe no marketing do negócio. As bandeiras mais conhecidas, com atuação global, são Visa e Mastercard.

As companhias ditas adquirentes ou credenciadoras (empregaremos os dois termos de forma indistinta) são responsáveis pela afiliação ou credenciamento dos lojistas, ou seja, pela administração da relação contratual com os estabelecimentos comerciais. As principais atividades exercidas pela credenciadora são a captura, a transmissão, o processamento e a liquidação financeira das transações realizadas com cartões de débito e de crédito. No Brasil, as credenciadoras são donas dos equipamentos POS (*point of sales*), as 'maquininhas', e recebem receitas pelo aluguel e prestação de serviços relativos à disponibilização destes equipamentos. Uma terceira linha de receitas das adquirentes vem da atividade de adiantamento de recebíveis para seus clientes-lojistas. As empresas credenciadoras mais conhecidas são Cielo e Redecard.

Os participantes também se distinguem quanto às formas de remuneração. O emissor recebe do titular do cartão uma anuidade pelos serviços prestados. Recebe do credenciador uma tarifa, chamada 'taxa de intercâmbio', geralmente correspondente a um percentual do valor da transação. Por outro lado, o emissor paga à bandeira uma tarifa, também um percentual sobre o valor da transação. O credenciador recebe do lojista dois tipos de receita: uma tarifa, chamada de taxa de desconto do estabelecimento (*merchant discount rate - MDR*), calculada sobre o valor da transação, e um aluguel pelos serviços atrelados à disponibilização dos POS. Caso o lojista queira adiantar seus recebíveis, o credenciador também auferir uma receita financeira (*spread*) por este serviço. Por sua vez, o credenciador paga ao banco emissor a taxa de intercâmbio e à bandeira uma taxa por transação. A bandeira se remunera através de duas tarifas, cobradas como percentual das transações, uma paga pelo emissor outra pelo credenciador.

Assim, de forma simplificada e com números hipotéticos, apenas a título de ilustração, numa compra de R\$ 100,00 feita com cartão de crédito em determinado estabelecimento comercial, o portador do cartão recebe a mercadoria no ato e tem o valor de R\$ 100,00 debitado em sua conta corrente em média 26 dias à frente (D+26). Em D+28, dois dias depois de ter recebido o valor da compra do portador do cartão, o banco emissor paga R\$ 0,10 como *fee* à bandeira e transfere ao credenciador R\$ 98,50. Em D+30, o credenciador também remunera a bandeira em R\$ 0,10 e paga ao estabelecimento R\$ 97,40. Ou seja, ao término da transação, o lojista pagou uma taxa de 2,6% sobre o preço de venda da mercadoria, como MDR. Deste valor, cerca R\$ 1,10 (42%) fica com o credenciador e o restante R\$ 1,50 (58%) o credenciador remunera o emissor, através da tarifa de intercâmbio. Sendo assim, líquido das

tarifas pagas às bandeiras, o credenciador auferir R\$ 1,00 e o emissor R\$ 1,40. A bandeira fica então com R\$ 0,20 nesta transação.

As contrapartidas para o lojista deste pagamento do MDR são evidentes. O cartão traz crédito para o comprador e segurança para o vendedor. Aumenta o volume e a qualidade das vendas. O crédito atua como um grande propulsor do comércio. Em toda parte, evidências mostram que o meio de pagamento eletrônico estimula o volume de vendas do varejo. Ao mesmo tempo, o uso do cartão melhora a qualidade do recebível. Numa plataforma como esta, o estabelecimento tem garantida a liquidação financeira pela companhia adquirente. Se esta não honrar a liquidação, a bandeira garante que o emissor do cartão assim o fará. O risco de crédito passa a ser do banco.

O lojista consegue realizar uma venda a prazo (30 dias) sem incorrer em risco de inadimplência. No Brasil, as empresas adquirentes junto com os bancos emissores inovaram e criaram o parcelado sem juros, produto que só existe por aqui e que acabou substituindo o cheque pre-datado. Neste caso, a transferência de risco de crédito foi ainda mais relevante, pois não raro as carteiras pre-datadas apresentavam inadimplência na casa de dois dígitos. No caso mais prosaico daqueles varejistas que não aceitavam cheques, o ganho foi dobrado pois, além de oferecer crédito, passaram a não mais perder venda daquele cliente que saía para sacar dinheiro e muitas vezes não voltava...

O benefício desta engrenagem para o portador do cartão também é óbvio. Ele sai com a mercadoria da loja e paga a prazo, em média 26 dias à frente. Como grande parte das transações com cartões no Brasil se dá na forma do parcelado sem juros, que pode chegar em até quinze prestações, este prazo na prática ainda é maior. O custo para o titular do cartão é o líquido da taxa de anuidade menos os benefícios oferecidos pelo emissor. Já a bandeira recebe um *fee* por transação tanto do emissor quanto do credenciador. Em contrapartida, cabe à bandeira arcar com os custos de marketing da plataforma.

Na estrutura de organização da indústria de cartões, os participantes – emissor, adquirente e bandeira – estão dispostos de forma a atender simultaneamente dois clientes distintos: o portador do cartão e o estabelecimento comercial. De nada adianta um cartão que não é aceito em lugar algum. Da mesma forma, nenhum estabelecimento terá interesse em alugar uma máquina que captura uma bandeira de baixa penetração junto aos portadores. Esta "dupla função" em relação aos clientes recebe o nome acadêmico de mercado de dois lados. Shopping centers, onde os clientes são os lojistas e os consumidores, e televisão aberta (*broadcasting*), cujos clientes são os anunciantes e os telespectadores, são outros exemplos de mercado de dois lados. Neste ambiente, é comum que a remuneração

pelo serviço recaia em apenas um dos lados. Nos shoppings, os lojistas pagam aluguel e os consumidores têm livre acesso às lojas. Na TV aberta, os anunciantes bancam a programação e telespectadores nada pagam pelo sinal. Nestes mercados, a distribuição da remuneração entre os participantes se dispõe de forma a integrar e a equilibrar os dois lados do negócio.

Assim também funciona no mercado de cartões, onde o custo da indústria recai principalmente sobre o lojista. O portador do cartão que não paga anuidade, por exemplo, a princípio não incorre em nenhum custo para participar da plataforma. Neste caso, para carregar o risco de crédito do portador, o emissor estaria sendo remunerado através da taxa de intercâmbio. Naturalmente, como vimos acima, o esforço financeiro do lojista, que aparenta sustentar sozinho o custo da plataforma, encontra uma contrapartida talvez mais intangível, mas não menos importante: um aumento no volume e na qualidade de suas vendas.

Como consequência desta topologia de organização industrial, o mercado de cartão apresenta características típicas de efeitos de rede (*network effects*), com as externalidades positivas derivadas desta infraestrutura de rede. Neste caso, o valor para o usuário do cartão reside em encontrar o maior número possível de estabelecimentos que aceitem 'sua' bandeira/maquininha. O valor para os estabelecimentos consiste em disponibilizar a maquininha que aceite a maior quantidade possível de cartões.

A taxa de intercâmbio serve para interligar os dois lados deste mercado, balanceando as demandas dos portadores dos cartões e dos estabelecimentos comerciais. Em tese, deveria ser colocada de forma a "permitir a internalização da externalidade de rede e o uso eficiente dos cartões". Isto porque, por hipótese, se a taxa de intercâmbio fosse muito elevada, mantida a margem do credenciador, o MDR seria muito alto também, o que, no final do dia, desestimularia a venda no cartão pelo lojista. Por outro lado, com uma taxa de intercâmbio muito baixa, os bancos emissores terão menos incentivos para emitir cartões e correr o risco de crédito do consumidor, reduzindo da mesma forma o potencial de utilização do cartão no varejo.

A atividade de credenciamento conecta-se umbilicalmente ao negócio bancário, sendo uma parte do portfólio de produtos/serviços oferecidos pelos bancos aos lojistas e proprietários de cartões, correntistas ou não. A fim de converter um novo estabelecimento para sua base de negócios, o banco comercial, atuando em conjunto com a companhia adquirente, oferece ao lojista uma série de 'vantagens', como limites de crédito, pacotes especiais de tarifas, descontos de recebíveis, além do credenciamento e disponibilização de POS. Cerca de 70% da afiliação dos

estabelecimentos é realizada diretamente pelos bancos. Da mesma forma, os bancos emissores dos cartões buscam constituir parcerias com as companhias adquirentes das quais são sócios, a fim de oferecer 'benefícios' para o usuário do cartão que utilizar o POS de determinado adquirente. A parceria da Ourocard (Branco do Brasil) com a Cielo é um movimento nesta direção e devemos ver num futuro não muito distante o aprofundamento deste tipo de relação em termos de programas de fidelidade, promoções, descontos em compras e eventos, seguros, coberturas, etc.

Desta forma, bandeiras à parte, quanto maior a importância do banco parceiro, em termos de participação no mercado de emissão e de extensão de relacionamentos com os lojistas, maiores serão os benefícios desta parceria para a rede credenciadora. Em geral, a capacidade de alcançar o varejo é função da capilaridade da rede de agências bancárias. Neste caso, a Cielo associada ao Bradesco e ao Banco do Brasil e a Redecard associada ao Itaú-Unibanco apresentam enormes vantagens competitivas.

Cielo e Redecard

Quando do IPO da Redecard em julho de 2007, o mercado de adquirência já havia se organizado e se consolidado em torno de duas plataformas dominantes: Redecard e Visanet. As histórias de ambas companhias se assemelham e gravitam em torno da ideia dos bancos se consorciarem a fim de dividir custos e riscos envolvidos no desenvolvimento de sistemas e na construção de uma infraestrutura de rede necessários para a atividade de adquirência. Em 1970, Citibank, Itaucard e Unibanco se associaram para criar a Credicard, empresa que abrigava as operações de emissão, credenciamento e bandeira própria. Esta estrutura permaneceu consolidada até 1996, quando os três bancos decidiram separar a atividade de credenciamento constituindo a Redecard. Neste mesmo ano, a Mastercard International entrou para a sociedade. Em 2007, foi feito o IPO da Redecard. Em seguida, após algumas vendas secundárias do Citibank e a fusão dos bancos Itaú e Unibanco, o Itaú-Unibanco consolidou sua participação, passando a deter 50% da Redecard.

A Visa também já atuava no Brasil desde os anos 70 e em 1995 nasceu a Visanet, uma iniciativa em conjunto da Visa Internacional, Bradesco, Banco do Brasil, ABN Amro Real (Santander) e do extinto Banco Nacional. Assim como a Redecard, a Visanet (depois Cielo) deixou de ser uma linha de negócios dos bancos e, em junho de 2009, transformou-se em companhia listada no Novo Mercado da Bovespa. Aqui também ocorreram alguns movimentos societários, como a saída da Visa e do Santander, até que

Bradesco e Banco do Brasil consolidassem sua posição de controle compartilhado com 57% da companhia.

Na altura do início do nosso investimento em 2009, vigorava no Brasil o regime de exclusividades entre bandeiras e credenciadoras. Cartões com bandeira Visa só eram 'lidos' nas máquinas da Cielo. Cartões Mastercard passavam exclusivamente pelas máquinas da Redecard. Cielo e Redecard dominavam o mercado de aquisição com cerca de 51% e 39% de participação, respectivamente. Da mesma forma, as bandeiras Visa e Mastercard eram responsáveis por cerca de 90% do embandeiramento dos cartões, seguidas pela American Express e Hipercard, com 5% e 4% do mercado, respectivamente.

Ao final de 2009, a Cielo detinha 1,7 milhão de estabelecimentos afiliados, 1,6 milhão de POS instalados em todo o Brasil, capturando naquele ano 2,9 milhões de transações. A Redecard, nesta altura, atendia cerca de 1,2 milhão de clientes através de 986 mil maquininhas, executando quase dois milhões de transações. O mercado, medido em termos de volume financeiro, crescia a taxas históricas de 20%^{aa}. A combinação de uma estrutura de custos fixos alta, típica de um negócio de rede extensa e capilar, composta basicamente por insumos de base tecnológica enfrentando um ambiente deflacionário, conferia às operações uma tremenda alavancagem operacional, evidenciada na queda significativa do custo por transação (cfr. Gráfico 1). Isso permitia que os lucros de ambas as companhias crescessem a taxas compostas acima de 30%^{aa} e as margens líquidas atingissem patamares inusitados na casa de 45%. Como investimento e depreciação são baixos e equivalentes, lucro líquido e fluxo de caixa livre se confundem, e o *payout* jamais descia abaixo de 90%.

Com uma cobertura geográfica de alcance nacional, atendendo desde os pequenos lojistas e profissionais liberais, até as grandes cadeias do comércio varejista, as duas companhias dominavam amplamente o mercado de credenciamento, apoiadas pelas parcerias de seus respec-

tivos bancos acionistas e sustentadas pela proteção da exclusividade em seus contratos comerciais com as duas principais bandeiras internacionais, Visa e Mastercard.

Sob esta configuração, o negócio de aquisição nos parecia extraordinário. Margens e retornos elevados, baixo capex marginal, negócio protegido numa configuração de rede robusta, custo por transação declinante com ganhos de escala e deflação de insumos tecnológicos. A taxa de desconto (MDR) cobrada pelas credenciadoras a cada transação no varejo pode ser vista, de certa forma, como um imposto sobre o consumo do país. Através das maquininhas da Cielo e da Redecard transitavam cerca de 11% do PIB do Brasil. O comércio eletrônico seguia em franca expansão e as maquininhas avançavam soberanas. Ganhavam o interior do país, o comércio B2B, os consultórios médicos, táxis e até ambulantes. O consumidor brasileiro descobria as facilidades do plástico. Entre 1998 e 2008, papel moeda e cheques viram seu *market share* como meio de pagamento no consumo privado cair de 82% para 66%, enquanto a penetração dos cartões de crédito e débito saltava de 7% para 22%. Se não bastasse, o uso crescente do cartão ajudava o trabalho dos fiscos federal e estaduais no combate à sonegação. Bastião da formalidade, o plástico surgia como instrumento de aumento da arrecadação tributária, tornando-se aliado importante dos orçamentos públicos.

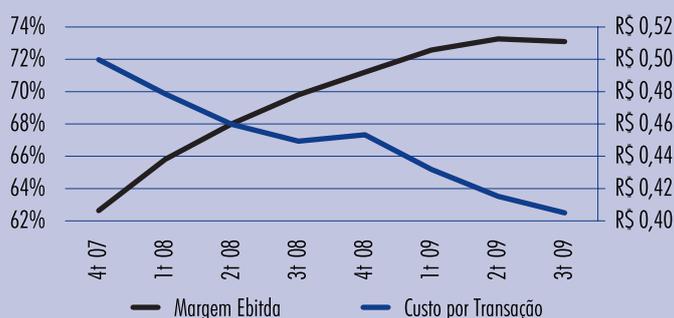
Não é à toa que, em julho de 2007, quando a Redecard tornou-se uma empresa aberta, logo passou a negociar em múltiplos maiores do que os do próprio Itaú, mais próximos às companhias de consumo, na casa de P/L $\approx 23x$.

Regulação

Acontece que os bons retornos da indústria já chamavam atenção dos reguladores. Desde julho de 2006, o Banco Central, a Secretaria de Direito Econômico e a Secretaria de Acompanhamento Econômico estabeleceram uma agenda conjunta, um convênio de cooperação técnica, com o objetivo de realizar estudos na área de sistema de pagamentos. Na época do IPO da Redecard, já tramitavam pelo Congresso Nacional diversos projetos de lei com o intuito de regular a indústria. Após muitos rumores, em março de 2009 os três órgãos publicaram em conjunto o "Relatório sobre a Indústria de Cartões de Pagamentos", um estudo profundo, um dossiê técnico e abrangente sobre o mercado de cartões no Brasil.

O Relatório basicamente diagnostica: i) uma insuficiência de competição na ponta credenciadora, em virtude da baixa substituição entre as principais bandeiras na ótica do varejo, além de elevadas barreiras à entrada no negócio de credenciamento; e ii) um baixo aproveitamento

GRÁFICO 1 - REDECARD



Fonte: Redecard, Dynamo

de economias de escala na indústria. A fim de endereçar estes pontos, o documento sugere como objetivo central da agenda regulatória a ampliação da competição entre os credenciadores e o aumento do ganho de eficiência na indústria com um maior aproveitamento das economias de escala. Na prática, isto implicaria no compromisso de não-exclusividade, através da interoperabilidade de redes e terminais com múltiplas plataformas e na necessidade de desverticalização (*'unbundling'*) das atividades de credenciamento, liquidação e provimento de serviços de rede. Ou seja, cada maquininha deveria aceitar múltiplas bandeiras e as credenciadoras seriam obrigadas a promover a separação das atividades de credenciamento e aquelas de prestador de serviços de rede.

Embora não tivesse poder efetivo de *enforcement*, o Relatório definiu-se como um estudo que serviria de base para futuras medidas visando “a promoção do maior bem-estar social”. Predicado suficiente para causar enorme frisson no mercado. Na interpretação de analistas e investidores, as sugestões implícitas no documento iriam promover transformações radicais na indústria. Com o fim da exclusividade e a necessidade de desverticalização, as plataformas estariam franqueadas à competição. Derubada a principal barreira à entrada numa indústria de retornos e margens elevados, novos entrantes rapidamente se estabeleceriam. As duas companhias incumbentes enfrentariam um ambiente competitivo hostil e inédito dos novos players, além do acirramento da competição entre elas. No caso das maquininhas, por exemplo, o fim da exclusividade eliminaria a duplicidade de POS em cada estabelecimento. O lojista que antes tivesse dois terminais, um Redecard e outro Cielo, com a chegada da interoperabilidade poderia tombar todas as transações num único POS, eliminando um aluguel ‘redundante’. Redecard e Cielo passariam a competir pelo lojista, oferecendo melhores serviços e/ou menores preços. Ficaria inaugurada uma transformação no equilíbrio de forças comerciais na indústria, com um aumento do poder de barganha do lojista em detrimento das adquirentes. Sem falar nos desafios de gestão e mudanças de cultura corporativa necessários para as credenciadoras se adequarem ao novo ambiente competitivo. Inovação, marketing, pegada comercial, *custom service*, antes marginais, se tornariam doravante atributos prioritários.

Os analistas decretavam então o término da *belle époque* do credenciamento. Passam a projetar reduções substanciais nas taxas de desconto e nas receitas com alugueis de terminais. Margens e retornos reverteriam rapidamente à média, dizimando os excessos de ganhos da indústria. A experiência internacional comparada, de intervenções regulatórias em outros países, era lembrada como evidência do que o futuro reservaria para a indústria.

Estados Unidos, Reino Unido, Austrália, Holanda, Chile. Sempre a mesma toada. Com o fim do *status quo*, novos entrantes invadiam o mercado, inaugurando uma nova realidade de retornos para indústria. No Brasil, o mesmo aconteceria. O Santander já anunciava seu *début* no mercado em parceria com a Getnet, processadora com boa atuação no sul do país. Rumores surgiram de que a Caixa Econômica Federal e também o HSBC poderiam encerrar suas parcerias com Redecard e Cielo e iniciar carreira solo na adquirência. Os jornais quase que diariamente noticiavam o interesse de companhias processadoras, locais e internacionais como CSU, First Data, Global Payments, Fidelity, TSYS. Operadores de nicho também já estariam azeitando seus planos de negócios para entrar no Brasil, como a Elavon, especialista no setor de bilhetes aéreos.

As expectativas dos analistas incorporavam a valor de face os efeitos das ações regulatórias que decorreriam das conclusões do Relatório: “Análise específica para a Visanet e para Redecard, conforme anexo J, mostrou que as rentabilidades estão, há longo período de tempo, bem acima daquela verificada em atividades com características de risco empresarial assemelhadas. Além disso, foi verificado que o negócio de aluguel de terminal POS tem extraído lucro significativamente ao longo do tempo e que eventuais reduções de custos advindos de ganhos de escala na tecnologia não estão sendo repassadas para os estabelecimentos” (Relatório Bacen, pág. 145).

Aqui na Dynamo, faz tempo que acompanhamos de perto o segmento de adquirência, dada sua posição central no negócio de cartões de crédito dos bancos no Brasil. Não chegamos a participar do IPO da Redecard basicamente por uma questão de *valuation*. Na nossa Carta Dynamo 60, sobre os bancos no Brasil, dizíamos que nosso investimento no Itaú-Unibanco era visto como um portfólio de franquias, “*diversos segmentos de negócios com dinâmica própria reunidos numa única estrutura que permite um melhor aproveitamento das potenciais sinergias e ganhos de escala*”.

Quando a visão pessimista em relação ao futuro da indústria tomou conta do mercado, passando a refletir este impacto negativo nos *valuations* das incumbentes, redobramos o trabalho de análise. Neste momento, os analistas pareciam ignorar as virtudes do modelo de negócios e os atributos das duas companhias. Cielo e Redecard colecionavam *downgrades* sucessivos. Nas nossas contas, negociavam a um P/L de $\approx 13x$. Gastamos tempo, fofato e sapato em busca de pistas e informações que pudessem subsidiar nossas suspeitas que sustentavam este patamar de múltiplos. Basicamente, tínhamos uma visão mais otimista para o setor em relação aos dois principais tópicos de desconfiança dos analistas: a questão regulatória, que

trataremos agora, e o ambiente competitivo, que abordaremos na próxima Carta. Em relação à competição, só como aperitivo, enxergávamos algumas especificidades do credenciamento no Brasil, derivadas da configuração muito particular do nosso setor bancário. Esta topologia diferenciada, no final do dia, conferia maior resiliência às incumbentes. Sobre o aspecto regulatório, entendíamos que o objetivo dos reguladores em promover maior competição na aquisição não deveria vir a expensas de comprometer as conquistas e o progresso da indústria de cartões. Ao governo interessa preservar o bom funcionamento do mercado de cartões, fermento do consumo privado, aliado do orçamento público.

O Bacen já tinha em mãos estudos que mensuravam os ganhos de bem-estar social advindos da maior utilização dos meios de pagamentos eletrônicos. Os resultados econométricos sugeriam que mesmo com as taxas ditas 'altas', o custo da utilização de cartões seria em média metade do uso de meios não-eletrônicos. Uma migração completa de meios não-eletrônicos para eletrônicos significaria uma economia de cerca de 0,7% do PIB. O dinheiro, principal competidor do cartão, apresentava desvantagens importantes em questões de segurança e logística, como roubo e alto custo de distribuição/coleta de numerário, impactando inclusive o capital de giro dos varejistas. Os cheques enfrentavam a questão invencível da alta inadimplência.

O Bacen conferia a si mesmo a missão de equilibrar forças numa indústria com "excesso de retorno", mas ao mesmo tempo buscava gerar eficiência e segurança no sistema. Queria provocar competição sem travar expansão. Experiências regulatórias em outros lugares lembravam o perigo de se errar na dosagem do *trade off*. Um caso emblemático é o da Austrália onde após um tabelamento de preços (MDR), o mercado de cartões estagnou.

Sabemos que o ímpeto regulatório jamais se dá no vazio, devendo ser analisado no contexto histórico de uma indústria. Desde o início, o desenvolvimento do negócio de cartões no país se deu num ambiente consorciado, onde os bancos se aglutinaram em duas plataformas, reunindo esforços para construir praticamente do zero uma infraestrutura de rede extensa e complexa. Naturalmente, vencido o estágio inicial de desenvolvimento e atingido determinado patamar de maturidade, os ganhos de escala típicos de uma configuração de rede aparecem. No Brasil, a indústria se organizou de forma a internalizar os ganhos de escala. Isto explica em parte o crescimento e o sucesso dos cartões no país. Neste modelo, os benefícios da inovação e da eficiência acabam sendo capturados pelos proprietários da rede, aparecendo neste estágio o tal do "excesso de retorno". Um desenho que trouxe

eficiência e inovação, promovendo crescimento/sucesso, transforma-se de repente em 'problema concorrencial', em 'falha de mercado'.

Neste contexto, há *trade offs* claros para a regulação da indústria no país, e julgamos que o Bacen os compreende perfeitamente. O sistema cresceu robusto, seguro, trazendo benefícios óbvios para todos os participantes. Não se trata de um duopólio – ou de um duplo monopólio - perverso que simplesmente extrai renda dos consumidores ou espreme margem dos lojistas.

Como ilustração, vejamos o caso do mercado americano. Uma configuração de indústria totalmente fragmentada, diversos players competindo em cada etapa/serviço da indústria. O mercado estagnou no cartão de tarja magnética, bem menos seguro para o usuário e para o lojista. Isto porque como o POS é do lojista e sendo o mercado de emissão muito pulverizado, regional, ninguém isoladamente tem escala suficiente para arcar com o investimento necessário para movimentar as engrenagens da indústria. Não se consegue coordenar incentivos, nem reunir esforços necessários para empreender o salto tecnológico. O sistema não avança. O equilíbrio da indústria se dá num ponto de subótimo social.

A proposição do Bacen de que o desenho ideal para a indústria seria o de uma única rede aberta, também não nos parecia fazer sentido prático, tratando-se mais de um enunciado conceitual. Implementar este modelo no Brasil supõe enorme dificuldade, a partir da nossa realidade de duas plataformas estabelecidas e bem consolidadas. Qualquer tentativa de transformar nosso sistema numa rede única supõe uma interferência brutal num ambiente de negócios privado. Sem falar nos riscos de execução, de se operar um sistema sem *back up*, dos problemas de incentivos à inovação, dos riscos de interromper o padrão de crescimento do mercado. Numa indústria que cresce, compartilhar ativos não faz muito sentido. O Bacen há muito fala de consorciar ATMs de propriedade exclusiva dos grandes bancos. Jamais ocorreu. Apenas mais recentemente, com a redução do crescimento e a necessidade de maior eficiência operacional, os bancos começaram a pensar em algum compartilhamento. Numa indústria madura, aí sim, a combinação de ativos surge como uma possibilidade econômica de otimização de retornos.

O fim da exclusividade dos contratos bandeiras/credenciadoras, levando à interoperabilidade das maquininhas, atinge o cerne da proposta regulatória de promover maior competição. Os lojistas finalmente teriam maior poder de barganha. As adquirentes passariam a ter que disputar as afiliações. Iniciamos nosso investimento no setor já acreditando, como todo o mercado, que esta seria uma ação regulatória iminente. Por outro lado,

víamos a questão da desverticalização de forma mais crítica. De certa forma, foram justamente a concentração e a verticalização da indústria no Brasil que permitiram às companhias internalizar os consideráveis investimentos iniciais necessários à construção das respectivas redes e capturar os ganhos de inovação daí decorrentes. Foram anos a fio de gastos intermitentes, de acertos e desacertos, num longo e cumulativo processo de tentativa e erro, até se chegar na atual configuração dos diversos sistemas e processos de captura, liquidação, segurança, proteção de rede, customização de serviços e inovação. ‘Parcelado lojista’, universalidade do cartão com chip, por exemplo, são inovações locais, traços típicos de sofisticação tecnológica do nosso mercado. Como parte significativa destes investimentos em desenvolvimento e inovação são tratados como despesas, não imobilizados, deixam poucos vestígios na base de ativos contábeis, ficando a falsa impressão de que os retornos sobre o capital na indústria são ‘quase-infinitos’.

A desverticalização, o fatiamento obrigatório de cada atividade na rede, e a interoperabilidade forçada dos serviços, nos parecia uma proposição mais remota. Embora não estivesse perfeitamente claro no documento do Bacen o quê os reguladores entendiam por “interoperabilidade da rede”, concordávamos com a visão da ABCEC (associação brasileira das empresas de cartões de crédito e serviços) de que a medida, se implementada, poderia levar a um arrefecimento da competição, à redução dos investimentos, à queda da inovação e, no final do dia, ao aumento dos custos de transação, efeito contrário aos imaginados pelos reguladores (Relatório ABCEC). Interromper o padrão de inovação tecnológica do mercado de cartões no Brasil e/ou colocar em risco a confiabilidade e a segurança oferecidas aos seus usuários seria um tiro no pé de uma indústria que ajuda a empurrar a democratização do consumo (“dez vezes sem juros”) e a formalização da economia do país, duas conquistas inquestionáveis de uma agenda de governo. Na prática, o *unbundling* significa que as duas incumbentes deveriam abrir suas redes para que um novo credenciador pudesse usufruir desta infraestrutura. Isto porque, para este modelo funcionar, seria necessário estabelecer uma tarifa de acesso baixa o suficiente para viabilizar a posição competitiva dos novos entrantes. Como isto seria contrário aos interesses das incumbentes, o regulador teria que impor algum tipo de ‘tabelamento’, algo desaconselhado pelas experiências em outros países.

Assim, do ponto de vista da razoabilidade regulatória, além do fim da exclusividade bandeira/credenciador, víamos com algum ceticismo qualquer proposta que viesse a alterar de forma substancial os fundamentos da indústria. Considerando o elevado grau técnico dos agentes

regulatórios envolvidos, não seria incoerente partir deste pressuposto. E ainda, a experiência sugere que, mesmo sob escrutínio permanente do governo, o setor bancário no Brasil poucas vezes sofreu ações contundentes que provocassem impacto material em seus negócios. As iniciativas de intervenções regulatórias no setor costumam vir precedidas de negociações entre indústria e governo, sendo implementadas de forma gradual e organizada.

De fato, em outubro de 2009, o Bacen emite um comunicado propondo cinco recomendações para a indústria de cartões. Sugere a “abertura da atividade de credenciamento”, “a interoperabilidade de redes e de POS”, fala em “neutralidade das atividades de compensação e liquidação”, em “fortalecimento de esquemas nacionais de cartão de débito” e na “transparência na definição da tarifa de intercâmbio”. Fora a insistência no conceito – ainda genérico - da ‘interoperabilidade de redes’, as sugestões pareceram-nos bem razoáveis, aperfeiçoamentos graduais e orgânicos, em linha com a boa prática regulatória. Nada de radicalismos, nem arbitrariedades.

Em julho de 2010, a atividade de credenciamento foi efetivamente aberta, com a extinção dos contratos de exclusividade. As mudanças regulatórias inauguraram uma nova fase na indústria de cartões. Na próxima Carta, continuamos a descrição do investimento em Cielo e Redecard analisando nossa visão dos impactos do fim da exclusividade sobre o ambiente competitivo, tanto no que diz respeito aos novos entrantes na indústria quanto à competição entre as duas incumbentes. Trataremos também da questão dos conflitos derivados do duplo papel dos bancos, como emissores e como acionistas das adquirentes.

Rio de Janeiro, 07 de agosto de 2013.

DYNAMO COUGAR x IBX x IBOVESPA Desempenho em R\$ até julho de 2013

Período	Dynamo Cougar	IBX	Ibovespa
60 meses	111,8%	2,8%	-18,9%
36 meses	52,5%	-5,9%	-28,6%
24 meses	37,4%	-18,0%	-1,0%
12 meses	8,2%	-2,6%	-14,0%
No ano	0,7%	-9,5%	-20,9%

Valor da cota em 31/07/2013 = R\$ 406,289771737

DYNAMO COUGAR x FGV-100 x IBOVESPA

(Percentual de Rentabilidade em US\$ comercial)

Período	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93	No Ano	Desde 01/09/93
1993	38,8%	38,8%	9,1%	9,1%	7,7%	7,7%
1994	245,6%	379,5%	165,3%	189,3%	62,6%	75,1%
1995	-3,6%	362,2%	-35,1%	87,9%	-14,0%	50,5%
1996	53,6%	609,8%	6,6%	100,3%	53,2%	130,6%
1997	-6,2%	565,5%	-4,1%	92,0%	34,7%	210,6%
1998	-19,1%	438,1%	-31,5%	31,5%	-38,5%	91,0%
1999	104,6%	1.001,2%	116,5%	184,7%	70,2%	224,9%
2000	3,0%	1.034,5%	-2,6%	177,2%	-18,3%	165,4%
2001	-6,4%	962,4%	-8,8%	152,7%	-25,0%	99,0%
2002	-7,9%	878,9%	-24,2%	91,7%	-45,5%	8,5%
2003	93,9%	1.798,5%	145,2%	369,9%	141,3%	161,8%
2004	64,4%	3.020,2%	45,0%	581,2%	28,2%	235,7%
2005	41,2%	4.305,5%	30,8%	790,7%	44,8%	386,1%
2006	49,8%	6.498,3%	43,2%	1.175,8%	45,5%	607,5%
2007	59,7%	10.436,6%	68,4%	2.048,7%	73,4%	1.126,8%
2008	-47,1%	5.470,1%	-50,1%	973,3%	-55,4%	446,5%
2009	143,7%	13.472,6%	151,9%	2.603,3%	145,2%	1.239,9%
2010	28,1%	17.282,0%	15,2%	3.013,2%	5,6%	1.331,8%
2011	-4,4%	16.514,5%	-20,6%	2.373,0%	-27,3%	929,1%
2012	14,0%	18.844,6%	11,8%	2.664,3%	-1,4%	914,5%

2013	DYNAMO COUGAR*		FGV-100**		IBOVESPA***	
	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano	No Mês	No Ano
JAN	1,7%	1,7%	3,3%	3,3%	0,8%	0,8%
FEV	1,7%	3,4%	-2,7%	0,5%	-3,3%	-2,5%
MAR	-0,9%	2,4%	-5,6%	-5,2%	-3,7%	-6,2%
ABR	0,8%	3,3%	-1,4%	-6,5%	-0,2%	-6,4%
MAI	-4,7%	-1,6%	-11,0%	-16,8%	-10,1%	-15,9%
JUN	-8,2%	-9,7%	-9,5%	-24,7%	-14,7%	-28,2%
JUL	-0,5%	-10,1%	-0,5%	-25,0%	-1,7%	-29,4%

Patrimônio médio do Fundo Dynamo Cougar nos últimos 12 meses: R\$ 1.982.114.140

(*) O Fundo Dynamo Cougar é auditado pela Price Waterhouse and Coopers e sua rentabilidade é apresentada líquida das taxas de performance e administração, ficando sujeita apenas a ajuste de taxa de performance, se houver. (**) Índice que inclui 100 companhias, mas nenhuma instituição financeira ou empresa estatal (***) Ibovespa Fechamento.

Para comparar a performance da Dynamo e de diversos índices, em períodos específicos,
ou para nos conhecer um pouco mais, visite nosso site:

www.dynamo.com.br

Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações e não deve ser considerada como uma oferta de venda do Fundo Dynamo Cougar, nem tampouco como uma recomendação de investimento em nenhum dos valores mobiliários aqui citados. Todos os julgamentos e estimativas aqui contidos são apenas exposições de opiniões até a presente data e podem mudar, sem prévio aviso, a qualquer momento. Performance passada não é necessariamente garantia de performance futura. Os investidores em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou ainda, pelo fundo garantidor de crédito.

DYNAMO

DYNAMO ADMINISTRAÇÃO DE RECURSOS LTDA.

Av. Ataulfo de Paiva, 1235 / 6º andar – Leblon – 22440-034 – Rio – RJ – Tel.: (021) 2512-9394 – Fax: (021) 2512-5720