

Prezados investidores,

No 3º trimestre de 2019, o Brasil Capital FIA valorizou 10,1%, enquanto o Ibovespa subiu 3,7%. Em 2019, o Fundo apresenta alta de 35,2%, enquanto o Ibovespa sobe 19,2%.

Retornos BC FIA					
	3T19	12M	24M	36M	Início*
BC FIA	10,1%	60,9%	56,9%	98,1%	1.379,2%
IGPM+6%	1,2%	9,5%	27,6%	33,3%	243,4%

Retornos BC 30 FIA					
	3T19	12M	24M	36M	Início**
BC 30 FIA	10,4%	62,0%	59,8%	102,5%	203,3%
IBOV	3,7%	32,0%	41,0%	79,5%	80,3%

Fonte: Brasil Capital e Bloomberg

Janelas referentes ao fechamento de set/19

* Início do Fundo BC FIA: 13/10/2008

** Início do Fundo BC 30 FIA: 27/08/2012

Bancos Incumbentes e a Nova Competição

O processo de investimento em empresas exige constante atenção às dinâmicas competitivas setoriais em que as companhias listadas se inserem. Oportunidades e ameaças são constantes à medida que novos modelos de negócio, alterações de regulamentações, mudanças de hábitos dos consumidores, movimentos geracionais e inovações tecnológicas podem alterar rapidamente o posicionamento das companhias, suas receitas, seus lucros e, conseqüentemente, seus valores de mercado.

Na carta do [1T19](#) comentamos a velocidade (exponencial) que as transformações podem ocorrer se favorecidas pela digitalização e exemplificamos como essa tendência gera iniciativas nas empresas listadas, sobretudo nos setores de varejo, educação e financeiro. Nesta carta, focaremos no setor bancário, alvo de diversos debates.

O setor bancário, além de ser relevante historicamente para os fundos da Brasil Capital, é responsável por 28%¹ da composição do Ibovespa. Dada essa relevância, vamos abordar o tema de forma segregada, considerando: (1) novos entrantes no âmbito de serviços financeiros no Brasil; (2) uma comparação domés-

tica entre o mercado de aquisição e o mercado bancário; (3) um exercício de como a dinâmica de receitas e custos dos bancos poderiam ser afetadas; e, por fim, (4) uma breve comparação internacional do setor.

Fintechs² no Brasil

Há vários fatores que podem justificar o surgimento das *fintechs* no Brasil. Dentre os principais, temos a concentração de mercado por parte dos incumbentes³, a qualidade dos serviços prestados, a alta rentabilidade de alguns dos segmentos de serviços financeiros, além do surgimento de inovações tecnológicas, que podem mudar a forma com que o brasileiro se relaciona com o dinheiro. Seja qual for o fator determinante, observa-se que ele tem ocorrido de forma acelerada. Segundo dados do Distrito Dataminer exibidos no *Fintech Mining Report*, em maio de 2018 havia 553 *fintechs* no país, saindo de uma base de 87 empresas em setembro de 2015, um crescimento de 59% ao ano.

	Set '15	Set '16	Nov '17	Ago '18	Mai '19
# de Fintechs	87	202	332	404	553
Crescimento		132%	64%	22%	37%

Fintechs	Mai '19	%Total
Meios de Pagamentos	115	21%
Crédito	87	16%
BackOffice	66	12%
Risco e Compliance	51	9%
Criptomoedas	43	8%
Investimentos	36	7%
Fidelização	27	5%
Finanças Pessoais	26	5%
Crowdfunding	26	5%
Serviços Digitais	26	5%
Tecnologia	15	3%
Dívidas	14	3%
Cartões	12	2%
Câmbio	9	2%

Fonte: *Fintech Mining Report*

Esse grande número de *startups*, interessadas em conquistar uma fatia do mercado de serviços financeiros, colocou o Brasil no foco de grandes investidores de *Venture Capital* (Capital de Risco), que introduziram volume expressivo de capital no setor. Segundo dados da Abvcap (Associação Brasileira de *Private*

¹ Contribuição calculada segundo dados de setembro de 2019

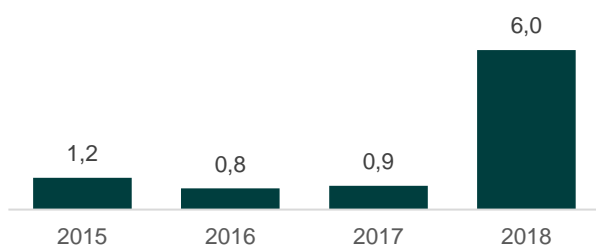
² *Fintech*: *Startup* que atua no setor de serviços financeiros

³ Incumbente: refere-se a um líder no setor em questão. A empresa pode possuir a maior participação de mercado ou ter influência adicional no setor.

Equity e Venture Capital), foram investidos aproximadamente R\$ 6 bilhões por empresas de *Venture Capital* no Brasil em 2018, dos quais 19%, equivalente a R\$ 1,1 bilhão, foram direcionados a *Fintechs & Insurtechs*⁴, a maior alocação entre os segmentos.

Com caixa disponível, muitas dessas empresas vêm adotando estratégias que buscam crescimento acelerado de sua base de clientes e de sua receita em detrimento da rentabilidade de curto prazo, ambicionando maximizar o *Life Time Value*⁵ (LTV) e minimizar o Custo de Aquisição do Cliente (CAC). Nessa ótica, no longo prazo, os grandes vencedores seriam aqueles capazes não só de entregar uma melhor proposta de valor para os clientes, mas também de crescer e fidelizar sua base para, no futuro, rentabilizar sua operação.

Investimentos de *Venture Capital* no Brasil (em R\$ Bilhões)



Fonte: Abvcap

O nível dos serviços bancários no Brasil reflete, em grande parte, a alta consolidação desse setor. Os cinco maiores bancos do país, o Bradesco, o Itaú Unibanco, o Santander, o Banco do Brasil e a Caixa Econômica Federal, possuem participação superior à 81,2% nos ativos totais do mercado brasileiro. A concentração de mercado somada ao alto nível de ROE⁶ dos bancos torna o setor um dos principais alvos das *fintechs*.

Mas quais desses novos entrantes ameaçam a hegemonia dos grandes bancos brasileiros?

Apesar dos grandes números exibidos anteriormente, tanto em número de empresas, quanto em capital investido, as fricções e dores que essas companhias buscam resolver são, muitas vezes, específicas, de nicho, ou ainda, muitas vezes, modelos de negócio não testados, com alto índice de mortalidade, e não necessariamente apresentam uma ameaça direta aos incumbentes. Entretanto, de forma geral, o aumento da competitividade no setor é algo claro e afetará os grandes bancos, segmento que potencialmente passará

por movimento de desconcentração e sofisticação nos próximos anos.

Além dessa competição passiva, é notável o surgimento de dezenas de carteiras e bancos digitais, que buscam entregar um produto competitivo, como contas gratuitas, transferências sem custo, cartão de crédito e débito sem anuidade, além de melhorar a experiência de atendimento do consumidor, principalmente por meio de canais digitais. Algumas dessas empresas, que já possuem um número expressivo de clientes são o Nubank, o Banco Inter e o PagBank. Preliminarmente, ao observar a aparição massiva de *players* digitais, podemos tirar algumas ideias acerca do futuro do mercado bancário brasileiro:

- Os incumbentes estão sofrendo pressões competitivas para reduzir os preços cobrados por diversos serviços, visto que clientes (ou potenciais clientes) estão migrando para instituições com serviços gratuitos. Esse *churn*⁷ deveria continuar a crescer, caso não haja uma resposta rápida dos bancos.
- O nível de bancarização⁸ no Brasil tende a se elevar, devido à maior facilidade de se abrir uma conta bancária via meios digitais, atingindo públicos antes não contemplados, por falta de capilaridade das vias físicas, ou por conta de um perfil de risco mais elevado (jovens, classes C/D/E).
- Potencialmente haverá um movimento de consolidação e seleção dos principais bancos digitais, dada à baixa diferenciação entre os serviços de diferente *players* e à estratégia de garantir uma base de clientes grande o suficiente para rentabilizar as operações.

Comparação da Adquirência com o Mercado Bancário

O mercado de adquirência chamou atenção dos investidores pela velocidade da transformação da dinâmica competitiva. Em vários aspectos, esse segmento se assemelha ao setor bancário, seja na concentração de *market share* em poucas empresas, ou na oferta de produtos e serviços cujas barreiras de entrada estão sendo drasticamente reduzidas pela tecnologia. Dessa forma, acreditamos ser válido traçar um paralelo entre esses setores.

A adquirência era praticamente dominada por duas grandes empresas, a Cielo e a Rede. A oferta de um serviço de pouco valor agregado, com baixas barreiras de entrada, somado à regulação mais flexível,

⁴ *Insurtech*: Startup que atua no setor de seguros

⁵ *Life Time Value*: Métrica que determina qual o valor de um cliente para a empresa

⁶ ROE: *Return On Equity*, ou Retorno sobre o Patrimônio Líquido, é uma métrica que busca medir o quão eficiente a empresa consegue investir o seu capital social, dividindo-se o Lucro Líquido da empresa pelo seu Patrimônio Líquido médio do período

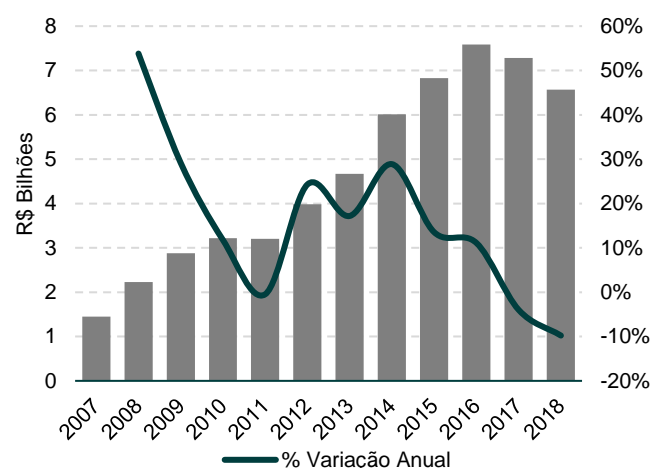
⁷ *Churn*: Taxa de evasão de clientes

⁸ Bancarização: Métrica que quantifica a quantidade de clientes ativos no setor bancário, dividindo-se o número de detedores de contas correntes pela população total do país

permitiu uma invasão de novos competidores. Empresas como PagSeguro, Stone, MercadoPago e diversas outras *startups* de pagamentos (segmento com maior número de *fintechs* no Brasil, com 115 entrantes) inovaram no modelo de oferecer o serviço, trazendo enormes vantagens para os clientes. Algumas das estratégias utilizadas, como (i) a venda do POS ("maquininha") por um valor menor do que o aluguel cobrado pelas incumbentes, (ii) a redução das taxas cobradas nas transações e na antecipação de recebíveis, (iii) a digitalização da experiência e (iv) um atendimento e uma distribuição diferenciadas, foram suficientes para uma debandada de clientes das incumbentes, além de permitir que essas *fintechs* explorassem clientes antes negligenciados, fazendo com que as adquirentes tradicionais perdessem *market share*.

Após três anos do início desse movimento, seguimos observando um mercado com preços declinantes, competição agressiva, e recorrentes tentativas de inserir inovações tecnológicas e tendências de consumo, como as *digital wallets* em busca de popularizar o uso do *QR Code* em detrimento do cartão (o que facilita o recebimento do pagamento, reduzindo custos e capital de giro). A consequente redução dos preços diminuiu as margens de lucro das companhias e, dessa forma, observamos, pela primeira vez no setor, uma redução do *profit pool*⁹, conforme o gráfico abaixo. Empresas como a Cielo, antes "queridinha" da Bolsa de Valores, negociando a cerca de 20 vezes Lucro, viu uma drástica queda de seus retornos, e, hoje negocia a aproximadamente 15 vezes Lucro, que caiu 18% em 2018 e potencialmente recuará mais 50% em 2019.

Profit Pool dos Principais Players do Setor de Adquirência¹⁰



Fonte: Brasil Capital, Companhias e Capital IQ

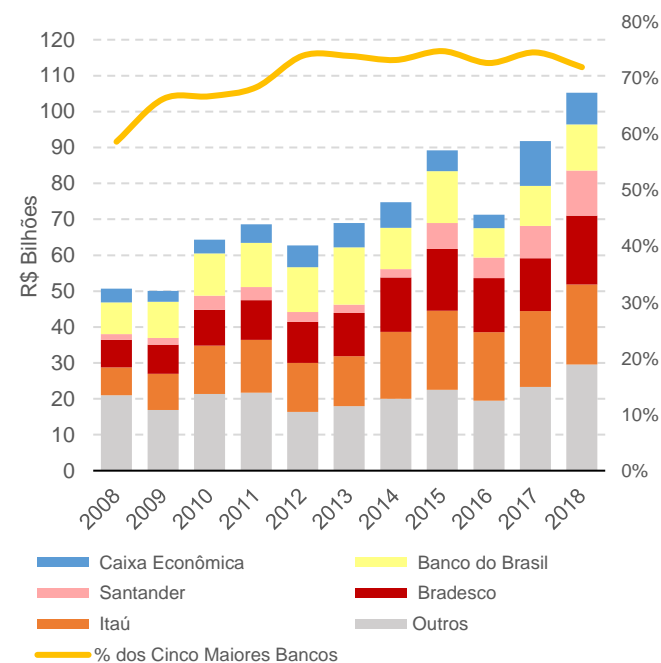
⁹ Profit Pool: Total do lucro de determinado setor ou conjunto de empresas

¹⁰ Profit Pool do Setor de Adquirência: Estudo feito somando o lucro líquido da Cielo, Rede, Getnet, PagSeguro e Stone. Ajustou-se o lucro da Rede somando a amortização de ágio, descontada de imposto de renda, em 2017 e 2018, para efeitos de comparação

¹¹ Profit Pool do Setor Bancário: Estudo feito com os dados disponibilizados pelo banco central (<https://www3.bcb.gov.br/infdata/>).

Ao traçarmos um paralelo entre o mercado de aquisição e o mercado bancário, percebemos algumas semelhanças. A primeira delas é o elevado nível de concentração do *profit pool* nos cinco grandes bancos (aproximadamente 75% do lucro do setor - vide gráfico a seguir) análogo à hegemonia das adquirentes tradicionais, anos atrás. As barreiras de entrada do setor bancário, como a escala e a distribuição, sendo derrubadas pela tecnologia, é outra possível comparação. Além disso, assim como em pagamentos, a regulação bancária caminha cada vez mais a favor da competição. E, por fim, o surgimento de ao menos 20 bancos/*wallets* digitais que se propõem a oferecer serviços de conta corrente, cartão de crédito e débito e transferências, sem custos para os clientes, 100% distribuídos digitalmente, nos remete aos novos entrantes no mercado de aquisição.

Profit Pool do Setor Bancário¹¹



Fonte: Brasil Capital, Banco Central, Companhias e Capital IQ

Dessa forma, análogos aos eventos ocorridos na aquisição, observaríamos no setor bancário uma ampliação do número de clientes (aumentando a bancarização no Brasil), concomitante a uma redução dos preços dos serviços, além de uma redução da concentração de mercado e do *profit pool* do setor. Mudanças que implicariam diminuição do nível de retorno dos bancos, queda de receitas e de lucros, e, por consequência, queda nos múltiplos de mercado, como Preço/Lucro e Preço/Patrimônio Líquido, deteriorando o retorno potencial das ações dos bancos brasileiros.

Contudo, a velocidade e a magnitude do impacto nos retornos dos grandes bancos ainda são incógnitas. Em pagamentos, a deterioração ocorreu em aproximadamente três anos, enquanto no âmbito bancário esse movimento está apenas começando. Apesar da comparação à primeira vista ser direta, também vemos diferenças importantes entre os dois mercados, que favorecem o posicionamento dos bancos em comparação às adquirentes tradicionais.

A primeira delas é o esforço dos grandes bancos em se digitalizarem e se tornarem mais competitivos, a fim de combaterem os novos entrantes, diferentemente das adquirentes, que, na nossa visão, demoraram para reagir. Diversas iniciativas foram tomadas e produtos lançados, por exemplo: (i) plataformas abertas de investimentos e de seguros, (ii) carteiras digitais, como o Iti, do Itaú, (iii) bancos digitais, como o Next, do Bradesco, (iv) novos aplicativos, com melhorias na experiência do usuário, (v) novos modelos de atendimento nas agências, digitalizando a jornada, com horários prolongados e comunicação direta, (vi) redução de preços e ampliação de carência e (vii) maior controle de custos. Essas ações, em conjunto da recuperação macroeconômica, que favorece o mercado de crédito, trouxe melhorias para o ROE dos bancos nos últimos dois anos.

A segunda diferença é a respeito da magnitude do impacto, visto que os resultados dos bancos vêm de uma gama completa de produtos e operações, e nem todos estão sofrendo árdua competição das *fintechs*, que, muitas vezes, atuam em nichos de mercado e irão ampliar suas operações aos poucos. Esses pontos nos levam a crer que a história no mercado bancário será diferente do ocorrido na aquisição.

Receitas Sob Ataque e Oportunidade de Custos

A partir do paralelo com a aquisição, considerando os riscos para os grandes bancos, realizamos uma análise de quais receitas dos incumbentes estão sob ameaça. Além disso, questionamos qual seria a proporção de corte de custos que poderia compensar a perda de receita.

Na tabela a seguir, somamos o faturamento do Itaú Unibanco, do Bradesco, do Santander e do Banco do Brasil e segmentamos entre as diferentes fontes:

Bancos (em R\$ mm)	2018	%Total
Faturamento Total	300.557	100%
Margem Financeira de Crédito	166.774	55%
Cartões	34.504	11%
Seguros, Previdência e Capitalização	25.497	8%
Serviços de Conta Corrente	25.181	8%
Administração de Recursos	18.016	6%
Outros	13.316	4%
Operações de Crédito e Garantias	9.019	3%
Serviços de Recebimentos	8.249	3%

Fonte: Itaú, Bradesco, Santander e Banco do Brasil

Com esses dados, pontuamos a importância do segmento de crédito para os bancos incumbentes, responsável por 55% do faturamento total. Contudo, o negócio de crédito não gerou bons retornos nos últimos anos (2015 e 2016), ficando abaixo do custo de capital, devido, principalmente, à crise econômica e a Operação Lava Jato. Esses eventos impactaram de forma relevante os níveis de inadimplência, além do elevado custo de captação no período, em consequência da alta taxa básica de juros. Entretanto, para os próximos anos, o segmento tem perspectivas de crescimento promissoras, uma vez que as carteiras de crédito seguem apresentando crescimento saudável desde 2017, principalmente nas linhas de Pessoas Físicas e Pequenas e Médias Empresas, que possuem margens melhores, em detrimento das linhas de Grandes Empresas, de menor rentabilidade. Esse movimento tem favorecido o resultado dos grandes bancos, permitindo que a receita de crédito, líquida de provisões, cresça, ampliando a rentabilidade do segmento.

Ademais, o direcionamento liberal do novo Governo brasileiro, que objetiva reduzir o saldo de crédito detido por bancos estatais, atualmente em 49% do sistema, e acabar com as taxas de juros subsidiadas, que tiravam espaço das taxas praticadas por empresas privadas e do mercado de capitais, tem favorecido o crescimento e competitividade do setor, melhorando o retorno do negócio de crédito dos grandes bancos. Esse movimento deve perdurar pelos próximos anos no Brasil, com taxas de juros, inadimplência e spreads menores. Por consequência, acreditamos que a relação Crédito/PIB (hoje em 48%¹², abaixo da máxima histórica de 54%), possui o potencial de alcançar patamares nunca vistos, aproximando-se de países como o Chile, com aproximadamente 90% de crédito como percentual do PIB.

Ainda em crédito, apesar do elevado número de *fintechs* (87 empresas), não enxergamos, até o momento, nenhuma iniciativa disruptiva o suficiente em termos de preço, modelo de negócio, canal ou escalabilidade, a fim de justificar uma eventual ruptura

¹² Fonte: Banco Central do Brasil: Série histórica 20622 – Saldo da carteira de crédito em relação ao PIB

nesse segmento. Esse fato indica uma potencial vantagem competitiva dos incumbentes, ligada a: (i) um melhor custo de *funding*; (ii) um maior *expertise* em conceder crédito; e (iii) um maior leque de produtos, tornando-os capazes de atender uma maior gama de clientes de diferentes portes e necessidades. Essas barreiras não só ratificam a linha de crédito como uma alavanca de crescimento dos bancos para os próximos anos, mas também os colocam em um posicionamento único de barganha frente aos consumidores, com oportunidades de agregar, ao redor da linha de crédito, outros serviços e produtos.

Enquanto acreditamos que o impacto na linha de crédito pela entrada de *fintechs* é limitado, outras receitas, como a de Cartões, a de Conta Corrente e a de Investimentos, que correspondem a 25% do faturamento, são as mais ameaçadas. Ao menos 165 *fintechs* (30% do total), buscam oferecer serviços muito semelhantes, a preços reduzidos. Em decorrência, é possível ver uma desaceleração do crescimento dessas linhas, ou até um decréscimo nos próximos anos. Chamamos atenção para o fato de que esses impactos podem ser ainda maiores em termos de lucro, pois boa parte dessas receitas possuem margens maiores do que o crédito, sendo necessário corte de custos em proporções maiores que as perdas de receita para os grandes bancos manterem o mesmo patamar de ROE.

Em Cartões, o impacto já está, em parte, sendo absorvido via adquirência (que representa, na média, 50% das receitas de Cartões), enquanto a outra metade ainda deverá sofrer, uma vez que grande parte dos *players* digitais oferecem cartões sem anuidade, além do risco de meios alternativos de pagamentos como o *QR Code* terem ampla adoção. A respeito dos 8% provenientes de Conta Corrente, acreditamos que, no médio prazo, deverão desaparecer por completo, também em decorrência de bancos digitais oferecerem serviço de conta corrente sem custos para o cliente.

A receita de Administração de Recursos, que consiste nas taxas de administração e de performance dos ativos de terceiros geridos pelos bancos, também tem experimentado uma maior competição. Com o surgimento e crescimento das plataformas abertas de investimentos, como a XP, a Órama, a Guide, dentre outras, essa receita foi impactada com queda nas taxas cobradas e maior dificuldade de crescer volumes administrados. Para combater esse efeito, primeiramente o Itaú, mais uma vez, liderou o movimento de consolidação, adquirindo uma participação minoritária na XP Investimentos, maior *player* independente de investimentos do Brasil, em 2017 por R\$ 12 bilhões (valor

atribuído a 100% da empresa), podendo ter ganhos relevantes com o iminente IPO da empresa, que potencialmente será avaliada a múltiplas vezes o valor investido. Em seguida, os bancos criaram suas próprias plataformas, iniciativa que acreditamos ser de sucesso. A plataforma do Itaú, por exemplo, o Personnalité Investimentos 360, já possui R\$ 155 bilhões de ativos sob custódia, com crescimento de 49% entre junho de 2018 e junho de 2019, o que representa aproximadamente 57% do total de ativos sob custódia da XP. Apesar dos esforços, acreditamos que o aumento da competição trouxe mudanças estruturais para o segmento, com quedas sequenciais de taxas de administração, principalmente no segmento de fundos de renda fixa.

Já a parcela de Seguros, Previdência e Capitalização, correspondentes a 8% do faturamento total, se mostrou um pouco mais resiliente. Em seguros, não foi observado, até hoje, o surgimento de iniciativas dentre as *fintechs* (e *insurtechs*), que tenham sido capazes de roubar relevante *market share*. Dado isso, como o segmento é muito relevante para o resultado de incumbentes, especialmente para o Bradesco, essa linha, com boas perspectivas de crescimento para os próximos anos devido ao aumento de penetração de seguros e aumento de *cross-sell*, deve ser outra alavanca para os grandes bancos. Em Previdência e Capitalização, por outro lado, a maior competição, descrita no parágrafo anterior, deve pressionar essa linha de negócio, perdendo volumes para novos entrantes e sendo forçados a reduzir seus preços. O Santander, por exemplo, 3º maior banco privado do país, recentemente reduziu suas taxas.

Assim, ressaltamos o risco relevante para os incumbentes do lado das linhas de receita mencionadas acima, resultante desse processo de digitalização do mercado e surgimento de novos competidores. Por outro lado, acreditamos que essas tendências também trazem uma série de oportunidades, como a melhora da experiência do usuário, a distribuição de produtos de terceiros, o *Open Banking*¹³, novos canais de distribuição e de comunicação e em custos.

Sob a ótica de corte de custos, os grandes bancos já iniciaram, ainda que de forma tímida, o movimento de fechamento de agências e de abertura de agências digitais (sem pontos físicos, mais eficientes para os clientes e mais rentáveis para a empresa). O Itaú, por exemplo, fechou 218 agências físicas nos últimos 12 meses e abriu 36 agências digitais (focadas somente no atendimento dos segmentos Personnalité e Uniclass). Concomitantemente, reduziu o quadro de

¹³ *Open Banking*: Estrutura na qual as informações financeiras dos clientes possam transitar de forma padronizada e de fácil comunicação entre diferentes instituições financeiras. Esse conceito se opõe ao modo de operação atual, em que cada instituição detém com exclusividade as informações coletadas de seus clientes

funcionários em 1,4 mil pessoas e abriu um plano de demissão voluntária que pode atingir cerca de 7 mil funcionários. Apesar disso, o índice de eficiência¹⁴ da companhia não se alterou de forma expressiva nos últimos anos, o que demonstra que os bancos terão de reduzir ainda mais suas despesas para compensar a pressão nas receitas.

Para se ter uma noção da dimensão do desafio, tentamos estimar o custo médio de uma agência e obtivemos o resultado de aproximadamente R\$ 3 milhões por ano. Tomando o exemplo do Itaú, com 3.332 agências físicas no Brasil, temos um custo de aproximadamente R\$ 10 bilhões por ano, cerca de 20% das despesas totais do banco. Caso fosse observada uma queda relevante das receitas (como ocorreu na aquisição) de 20% nos segmentos de Cartões, Administração de Recursos e Conta Corrente somados (segmentos que consideramos sob ameaça), o banco teria de conseguir migrar grande parte de seus clientes para o canal digital, de forma a possibilitar o fechamento de cerca de 50% das agências, economizando R\$ 5 bilhões para segurar a queda da receita.

Consideramos a chance de um impacto dessa magnitude e dessa velocidade no setor bancário menor do que foi observado em pagamentos, dado o esforço dos bancos para transformarem. Assim, no curto-prazo, vislumbramos apenas uma desaceleração do crescimento de serviços, compensados por uma aceleração no segmento de crédito e de cortes de custos. Essa tendência foi observada nos últimos anos por parte dos bancos incumbentes americanos, que melhoraram seus índices de eficiência de forma a manter a rentabilidade estável.

Comparação Entre os Setores Bancários Brasileiro, Americano e Chinês

Compreendendo que a inovação tecnológica, a digitalização de negócios e a entrada de novos competidores no setor de serviços financeiros são fenômenos globais, buscamos entender quais são os desdobramentos dessas tendências em outros países, sobretudo nos Estados Unidos e na China.

Embora a indústria bancária brasileira, americana e chinesa sejam diferentes em diversos aspectos, como na concentração de mercado, no nível de bancarização da população, no meio de pagamento predominante, no nível dos *spreads* e na rentabilidade dos bancos (como mostrado na tabela abaixo) acreditamos ser válida uma breve comparação entre esses países, com o objetivo de responder: (i) **os bancos brasileiros estão acompanhando o movimento de digitalização,**

quando comparados aos seus *peers* internacionais?
(ii) **Há vantagens competitivas estruturais nos bancos americanos ou nos bancos chineses que dificultam a competição vinda das *fintechs*?**

	Brasil	China	EUA
Bancarização da População Adulta (%)	70%	80%	93%
Penetração do Cartão de Crédito (%)	27%	21%	66%
Crédito Bancário p/ setor privado não financeiro (% PIB)¹⁵	62%	161%	186%
Participação de Mercado pelos Três Maiores Bancos	70%	37%	35%
Ranking de Competitividade	72º	13º	1º
ROE Médio 2018 dos Quatro Maiores Bancos (%)	18%	13%	11%

Fonte: Brasil Capital, World Bank, Bankscope, Itaú, Bradesco, Santander e Banco do Brasil

Em suporte à tabela, vale fazer uma breve contextualização do desenvolvimento desses mercados. Enquanto o ambiente bancário americano (e de outros países desenvolvidos) se desenvolveu de forma distribuída, com baixa concentração, maior capilaridade e fomento a competição de taxas, beneficiando os consumidores, na China essa indústria se desenvolveu, durante muitos anos, através de poucas instituições financeiras atreladas ao governo, dando um caráter monopolista ao segmento de bancos no país, além de baixa penetração na população chinesa como um todo. Além disso, o cartão de crédito, amplamente difundido nos Estados Unidos, não ganhou tração no país asiático, com o dinheiro em papel sendo o principal meio de pagamento até poucos anos atrás.

Na China, dado o contexto, grandes empresas de tecnologia, como Tencent e Alibaba (através da Alipay), criaram meios de pagamento e contas digitais não só a fim de inovar e diversificar seus modelos de negócio, mas também de viabilizar seus negócios originais, como, no caso da Alibaba, de assegurar para seus clientes um meio de pagamento em sua plataforma de *e-commerce*. O *QR Code*, substituto do dinheiro em papel, começou a ser experimentado por essas companhias em 2014, e foi implementado em 2015. No final de 2017, 65% dos mais de 753 milhões de usuários de *smartphone* na China já possuíam a solução de pagamento em seus aparelhos. Os bancos chineses, por sua vez, perderam relevância no mercado de pagamentos e de crédito e, somente em 2018, perderam aproximadamente U\$ 47 bilhões em tarifas de cartões de crédito para as plataformas WeBank (Tencent) e

¹⁴ Índice de Eficiência = (Despesas de Pessoal + Despesas Administrativas) / (Margem Financeira + Receita de Prestação de Serviços + Resultado de Seguros + Resultados em Coligadas).

¹⁵ Fonte: The Global Economy – dados comparáveis entre si, fontes como Banco Mundial, IMF, ONU e World Economic Forum

MyBank (Alibaba). Ainda, vale mencionar que o Banco Central Chinês não exigiu inicialmente que as carteiras digitais fossem ligadas a contas correntes oficiais e, portanto, assim como no Brasil, houve um crescimento descontrolado, incluindo experiências negativas ligadas à corrupção. Como consequência, atualmente todas as contas são regulamentadas.

Observa-se, portanto, que grande parte das *fintechs* asiáticas, como o WeBank, o MyBank e o Kakabank, da Coreia do Sul, são investidas de grandes empresas, geralmente de tecnologia, e, em alguns casos, de bancos já consolidados, que investem em larga escala em suas iniciativas digitais. Já no Ocidente, a dinâmica observada é diferente. Especialmente nos EUA, no Reino Unido, na Alemanha e no Brasil, a maioria dos novos entrantes são *startups* não atreladas à instituições maiores, mas lastreadas por investidores de *Venture Capital*, e começaram a ameaçar os incumbentes apenas nos últimos anos. Essa dinâmica, que ocorre em países que já tinham seu mercado bancário mais desenvolvido, acaba por exigir que os *players* tradicionais se transformem internamente (de forma rápida e assertiva) para conseguirem competir com a estrutura leve e proposta *ultra consumer centric* das *fintechs*.

Comparando a adaptação de bancos incumbentes no Brasil e nos Estados Unidos, percebemos que, em termos de *user experience*, os brasileiros estão no mesmo passo, ou até à frente dos americanos. Essas instituições têm se fortalecido com lançamentos de novos aplicativos, migração de clientes para suas plataformas digitais, distribuição de produtos de terceiros, fomento do *Open Banking*, lançamento de bancos digitais próprios, como o Next, do Bradesco, assim como o Marcus do Goldman Sachs, e de *digital wallets*.

A tabela abaixo mostra a segmentação do lucro dos bancos globais e dos brasileiros:

	Crédito	Serviços e Seguros	Trading e outros
Itaú	42%	52%	6%
Bradesco	33%	59%	8%
Bancos Globais	56%	21%	23%

Fonte: Brasil Capital e Citibank

A partir da tabela, percebe-se que o segmento de crédito possui uma representatividade menor nos resultados dos bancos brasileiros do que a média global. Essa característica viabiliza o ROE mais elevado no Brasil, dado que serviços e seguros possuem retornos mais elevados que o negócio de crédito, mas também os vulnerabiliza em relação às *fintechs*, como discutido anteriormente. Contudo, comentamos também que um dos principais fatores de manutenção da rentabilidade futura será a capacidade de cortar custos, além do crescimento do segmento de crédito.

Fazendo uma comparação entre os bancos americanos, chineses e brasileiros por meio do índice de eficiência, exibidos na tabela a seguir, podemos observar que: (i) os americanos iniciaram o processo de corte de custos há, pelo menos, 7 anos, sendo o Bank of America Merrill Lynch o melhor exemplo, com corte de 12 pontos percentuais; (ii) os bancos brasileiros, apesar de já extremamente eficientes quando comparados com os americanos, não apresentaram melhorias relevantes nos últimos três anos; e (iii) os chineses possuem uma estrutura de custo mais enxuta há muito tempo, sugerindo que ainda existe espaço para os bancos brasileiros cortarem custos, principalmente através da adoção de tecnologia.

País	Índice de Eficiência (%)		
	2012	2015	2018
Brasil	39%	38%	37%
EUA	71%	64%	58%
China	36%	35%	30%

Fonte: Brasil Capital, UBS e CapitalIQ

Conclusão

Infere-se, portanto, que a dinâmica competitiva do setor bancário deve se intensificar ao longo dos próximos anos, à medida que mais *startups* entram nesse mercado para competir com os incumbentes pelo *profit pool* do setor, que potencialmente será reduzido.

Serão poucos vencedores. Para fazerem parte dos vitoriosos, os grandes bancos brasileiros necessitam se transformar, digitalizando seus processos e a experiência do usuário e aproveitando oportunidades de enxugar suas estruturas de custo rápido o suficiente para compensar os aproximadamente 25% de faturamento sob ameaça, utilizando a adquirência e os bancos chineses tradicionais como contra-exemplos. O crédito também se mostra como um recurso único para os grandes bancos se manterem competitivos, não só por conta de sua maior barreira de entrada, mas por sua característica de alavanca para oferecer uma gama maior de produtos para os clientes, além de grande potencial de crescimento.

Catalizando esse processo histórico, deparamos com o início de um promissor ciclo de crédito, com fomento governamental à competitividade possivelmente nunca visto antes no país. No final, o aumento da bancarização, a redução da concentração bancária, a redução dos *spreads* e dos preços aos consumidores são alguns dos benefícios para a economia brasileira e para a população, os verdadeiros vencedores dessa transformação secular.

Da Brasil Capital, seguimos acompanhando de perto essas transformações, a fim de nos qualificarmos para antever potenciais impactos para nossos investidores.

Desempenho do Portfólio

Contribuições Positivas:

ALIANSCCE	+1,86%
COSAN	+1,51%
RUMO	+1,45%

A Aliansce se configurou, pelo 2º trimestre consecutivo, como a maior contribuidora de performance do fundo. Dedicamos espaço da carta do [2T19](#) para expor nossa visão sobre a fusão entre a Aliansce e a Sonae, anunciada no último dia 06 de junho. Acreditamos que a boa performance da empresa em Bolsa no 3T19 está ligada à aprovação e consumação do *deal*, bem como maiores detalhes fornecidos pela empresa a respeito das sinergias da transação. Com 40 shoppings centers, entre próprios e administrados, e 840 mil m² de ABL própria, enxergamos a companhia como a principal consolidadora do setor no futuro com inúmeras iniciativas ainda não precificadas pelo mercado.

A Cosan/Cosan Limited apresentou sólidos resultados ao longo do segundo trimestre de 2019, com crescimento de +31% da Receita Líquida e +76% do EBITDA em relação ao mesmo período de 2018. Adicionalmente, a companhia executou dois movimentos estratégicos relevantes: a (i) oferta pública voluntária nas ações ordinárias da Comgás, com intenção de fechar o capital da empresa; e (ii) recompra de ações da Cosan Limited no montante de R\$ 659 milhões, executadas no 3T19. Continuamos com a opinião de que o preço das ações da Cosan ainda está longe de seu valor intrínseco, de forma que a companhia continua sendo uma posição importante para os nossos fundos.

Os bons resultados trimestrais da Rumo, mais uma vez, contribuíram para a *outperformance* de suas ações. A maturação de seu plano de investimentos vem gerando importantes ganhos operacionais, de eficiência e de volumes (pelo desgargamento de sua malha), com consequente expansão de margens. À medida que a empresa avança com seu plano em direção às metas estabelecidas para 2023, esperamos uma contínua evolução de seus resultados e de seus principais indicadores operacionais. Dessa forma, entendemos que a Rumo ainda apresenta uma série de alavancas de crescimento e rentabilidade que justificam o investimento dos fundos da Brasil Capital.

Contribuições Negativas:

ALUPAR	-0,11%
SMILES	-0,24%

A Alupar, após dois trimestres consecutivos sendo um dos principais contribuidores positivos, teve performance negativa em Bolsa. Dois fatores explicam o ocorrido: (i) a decepção do mercado quanto à iminente oferta de ações da companhia detidas pelo FI-FGTS, que ainda não foi aprovada; e (ii) a notícia negativa quanto ao reequilíbrio do contrato da TNE (Linha Manaus-Boa Vista).

Em relação a Smiles, no dia 19/06/19, sua controladora Gol, divulgou Fato Relevante comunicando ao mercado que não houve acordo com relação à incorporação da Smiles pela empresa. Tal evento foi lido de forma negativa pelos investidores, que penalizaram as ações da Smiles nos meses subsequentes. Acreditamos que essa incorporação ainda faça sentido para a Gol, tanto do ponto de vista estratégico, quanto do ponto de vista econômico (Valor Presente Líquido das sinergias em torno de R\$ 1,5 bilhões).

Agradecemos a confiança.

Equipe Brasil Capital

Brasil Capital FIC FIA - Setembro 2019

Brasil Capital FIC FIA (Cod Bloomberg: BCFIAND Index; Cód Anbima: 219436) - Classificação Anbima: Ações Livre

Objetivo: O Brasil Capital FIC FIA é um fundo de investimento que tem como objetivo gerar retornos reais superiores ao custo de oportunidade dos nossos cotistas no médio e longo prazos, investindo em ativos de renda variável.

Política de Investimento: O fundo tem um horizonte de investimento de longo prazo, o que permite uma estreita relação com as empresas investidas e profundo conhecimento dos seus mercados de atuação. As empresas são selecionadas através de critérios fundamentalistas.

Público Alvo: Exclusivamente investidores qualificados, conforme definição da instrução CVM 555/2015.

Rentabilidade

		Janeiro	Fevereiro	Março	Abril	Mai	Junho	Julho	Agosto	Setembro	Outubro	Novembro	Dezembro	Ano	Acumulado
2008	BC FIC FIA										-10,9%	4,7%	6,5%	-0,6%	-0,6%
	Ibovespa										-8,7%	-1,8%	2,6%	-8,0%	-8,0%
2009	BC FIC FIA	11,1%	3,1%	-0,6%	30,8%	15,5%	4,8%	15,3%	6,5%	6,6%	3,1%	8,3%	8,6%	185,6%	183,9%
	Ibovespa	4,7%	-2,8%	7,2%	15,5%	12,5%	-3,3%	6,4%	3,1%	8,9%	0,0%	8,9%	2,3%	82,7%	68,0%
2010	BC FIC FIA	1,4%	0,8%	4,6%	-0,8%	-8,7%	1,9%	11,1%	5,3%	5,5%	6,6%	4,0%	3,1%	39,0%	294,4%
	Ibovespa	-4,6%	1,7%	5,8%	-4,0%	-6,6%	-3,3%	10,8%	-3,5%	6,6%	1,8%	-4,2%	2,4%	1,0%	69,7%
2011	BC FIC FIA	-2,1%	-0,1%	1,6%	4,7%	-3,0%	-1,8%	-5,5%	2,3%	-6,4%	3,4%	-4,0%	3,8%	-7,7%	264,2%
	Ibovespa	-3,9%	1,2%	1,8%	-3,6%	-2,3%	-3,4%	-5,7%	-4,0%	-7,4%	11,5%	-2,5%	-0,2%	-18,1%	39,0%
2012	BC FIC FIA	9,7%	8,0%	6,8%	0,7%	-2,1%	3,5%	4,8%	2,1%	3,9%	4,8%	0,5%	7,1%	62,2%	490,8%
	Ibovespa	11,1%	4,3%	-2,0%	-4,2%	-11,9%	-0,2%	3,2%	1,7%	3,7%	-3,6%	0,7%	6,1%	7,4%	49,3%
2013	BC FIC FIA	2,7%	2,6%	-3,6%	1,7%	-4,6%	-9,1%	3,7%	-2,9%	-0,1%	3,9%	4,0%	-3,1%	-5,7%	456,9%
	Ibovespa	-2,0%	-3,9%	-1,9%	-0,7%	-4,3%	-11,3%	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	-3,3%	-1,9%	-15,5%	26,2%
2014	BC FIC FIA	-9,6%	-1,6%	2,4%	1,2%	2,5%	4,7%	1,2%	4,1%	-2,9%	2,0%	2,2%	-3,2%	2,0%	467,7%
	Ibovespa	-7,5%	-1,1%	7,1%	2,4%	-0,8%	3,8%	5,0%	9,8%	-11,7%	0,9%	0,2%	-8,6%	-2,9%	22,5%
2015	BC FIC FIA	-8,4%	1,9%	3,1%	2,0%	1,7%	1,4%	-1,9%	-5,9%	-4,7%	5,0%	-0,9%	0,8%	-6,8%	430,6%
	Ibovespa	-6,2%	10,0%	-0,8%	9,9%	-6,2%	0,6%	-4,2%	-8,3%	-3,4%	1,8%	-1,6%	-3,9%	-13,3%	6,2%
2016	BC FIC FIA	-5,6%	6,1%	10,3%	8,7%	3,4%	1,3%	8,7%	1,6%	1,4%	6,3%	-8,7%	0,0%	36,6%	624,6%
	Ibovespa	-6,8%	5,9%	17,0%	7,7%	-10,1%	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	-4,6%	-2,7%	38,9%	47,5%
2017	BC FIC FIA	6,2%	4,0%	2,2%	0,3%	-2,4%	2,6%	4,1%	5,9%	4,0%	0,0%	-0,5%	3,5%	34,5%	875,3%
	Ibovespa	7,4%	3,1%	-2,5%	0,6%	-4,1%	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	-3,1%	6,2%	26,9%	87,1%
2018	BC FIC FIA	6,1%	0,2%	0,8%	-1,6%	-8,1%	-3,8%	4,5%	-4,2%	1,1%	12,7%	5,7%	-0,1%	12,2%	994,2%
	Ibovespa	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	-10,9%	-5,2%	8,9%	-3,2%	3,5%	10,2%	2,4%	-1,8%	15,0%	115,3%
2019	BC FIC FIA	12,0%	0,0%	0,0%	1,9%	3,2%	4,2%	4,2%	2,1%	3,5%				35,2%	1.379,2%
	Ibovespa	10,8%	-1,9%	-0,2%	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	-0,7%	3,6%				19,2%	156,5%

* Início do Fundo: 13/10/2008

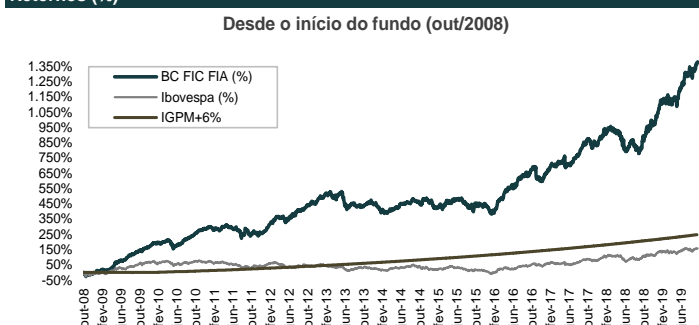
Estatísticas

	BC FIC FIA	IBOV
Retorno desde Início	1379,2%	156,5%
Retorno Anualizado	28,0%	9,0%
Desvio Padrão Anualizado*	9,3%	10,6%
Índice de Sharpe**	1,93	-
Núm. de meses negativos	37	58
Núm. de meses positivos	95	74
Núm. de meses abaixo do Ibovespa	48	-
Núm. de meses acima do Ibovespa	84	-
Maior Rentabilidade Mensal	30,8%	17,0%
Menor Rentabilidade Mensal	-10,9%	-11,9%
Patrimônio Líquido (R\$MM) em: 30/09/2019	538,5	
Patrimônio Líquido Médio 12m (R\$MM)	435,6	
Última Cota do Mês em: 30/09/2019	14,792340	

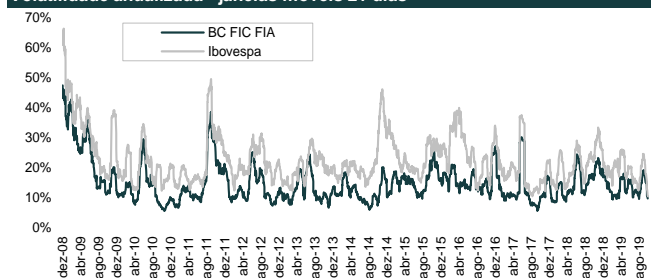
* Desvio padrão anualizado - janelas móveis 21 dias

** [(Retorno Anualizado BC FIA) - (Retorno Anualizado CDI)] / (DP anualizado BC FIA)

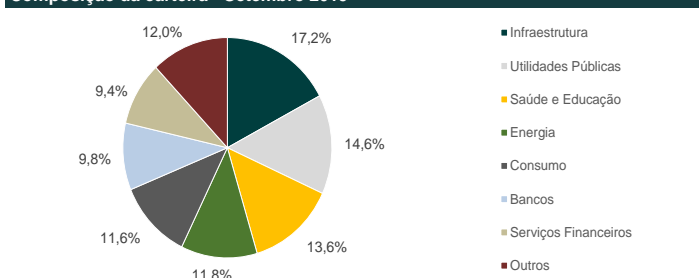
Retornos (%)



Volatilidade anualizada - janelas móveis 21 dias



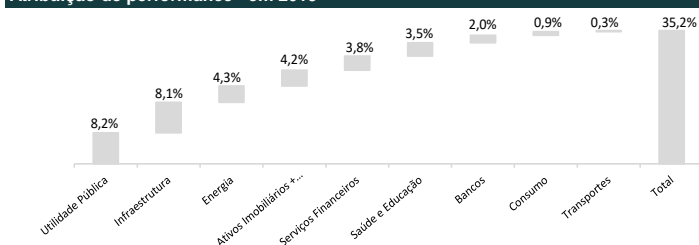
Composição da carteira - Setembro 2019



Informações

- Aplicação mínima inicial: R\$ 100.000,00
- Aplicações Adicionais: R\$ 10.000,00
- Cota de aplicação: D + 0 (fechamento)
- Cota de resgate: D + 14 (fechamento) d.u.
- Liquidação financeira: D + 2 da cotização
- Tributação: 15% de IR (sem comecotas)
- Taxa de Administração: 1,5% a.a.
- Taxa de Performance: 20% do que exceder IGPM+6% ao semestre
- Dados bancários: Favorecido: Brasil Capital FIC FIA; Banco: BNY Mellon (17); Agência: 1; C/C: 2125-3; CNPJ: 09.577.036/0001-07

Atribuição de performance - em 2019



Gestor: Brasil Capital • Administrador: BNY Mellon • Custódia: BNY Mellon • Auditor: KPMG
Rua Gomes de Carvalho, 1.507, 1º andar • São Paulo, SP - Brasil • 04547-005 • Tel: +55 11 5105-0600 • Fax: +55 11 5105-0608
contato@brasil-capital.com • www.brasilcapital.com

A BC Gestão de Recursos não comercializa nem distribui quotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo. É fundamental a leitura do regulamento dos fundos antes de qualquer decisão de investimento. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Os Fundos de Investimento não contam com garantia da instituição administradora, da gestora ou do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Riscos gerais: em função das aplicações do fundo, eventuais alterações nas taxas de juros, câmbio ou bolsa de valores podem ocasionar valorizações ou desvalorizações de suas cotas. Fundos de ações com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Categoria ANBIMA: Fundo de Investimento de Ações Outros. Este fundo é supervisionado e fiscalizado pela Comissão de Valores Mobiliários - CVM (Serviço de atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br). As estratégias de investimento do fundo podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas.

