



**Antônio Leal Ferreira de Souza Cooper**

**A Formação de Preços nas *Fintechs* Brasileiras**  
**Um estudo de caso de empresas da indústria de meios de**  
**pagamentos**

**Trabalho de Conclusão de Curso**

**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS**

**DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO**

**Graduação em Administração de Empresas**

Rio de Janeiro, outubro de 2021.

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA  
DO RIO DE JANEIRO



**Antônio Leal Ferreira de Souza Cooper**

**A Formação de Preços nas *Fintechs* Brasileiras**  
**Um estudo de caso de empresas da indústria de meios de**  
**pagamentos**

**Trabalho de Conclusão de Curso**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

**Prof. Fernando Cortezi**  
Orientador

Rio de Janeiro, outubro de 2021.

## **Agradecimentos**

Esse agradecimento só poderia começar dedicado aos meus pais que, cada um à sua maneira - e sempre em um esforço conjunto -, se dedicaram à minha educação me transmitindo seus valores, me proporcionando experiências e moldando a base para as conquistas que vieram e as que ainda estão por vir.

Também sou profundamente grato às oportunidades que a vida me conferiu. Estudar (e me formar) em uma universidade como a PUC-Rio, ter pessoas tão incríveis quanto importantes ao meu redor, aproveitar das portas que foram abertas para experiências profissionais únicas, aprender a lidar com o esforço exigido pelas fases da vida e saber desfrutar dos momentos de paz e alegria.

E a todos aqueles que, de maneira direta ou indireta, contribuíram com esta pesquisa, esse diploma e esse período da minha vida, também dedico este agradecimento.

## Resumo

Cooper, Antônio. **A Formação de Preços nas *Fintechs* brasileiras: Um estudo de caso sobre a estratégia das empresas da indústria de meios de pagamentos.** Rio de Janeiro, 2021. 47 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

A precificação de produtos ou serviços é um processo determinante na definição do sucesso ou fracasso de qualquer empresa. Na indústria de meios de pagamento não poderia ser diferente. Este trabalho tem como objetivo pesquisar a formação dos preços dos principais serviços das adquirentes, analisar o contexto da sua formação e a participação dos principais stakeholders neste processo. Para esta análise, foram escolhidas duas fintechs brasileiras tidas como os mais recentes casos de sucesso no mercado nacional: PagSeguro e Stone. A metodologia dessa pesquisa foi um estudo de caso sobre duas das maiores companhias do mercado brasileiro de meios de pagamento.

## Palavras- chave

Adquirente; *Fintechs*; Gestão de Preços; Lucratividade; PagSeguro; Precificação; Stone.

## **Abstract**

Cooper, Antônio. **Pricing at Brazilian Fintechs: A case study on the strategy of companies in the payment industry**. Rio de Janeiro, 2021. 47 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

The pricing of products or services is a decisive process in defining the success or failure of any company. In the payment method industry it could not be different. This paper aims to research the price settling of the main services of acquirers, analyze the context of their formation and the participation of the main stakeholders in this process. For this analysis, two Brazilian fintechs considered to be the most recent success stories in the national market were chosen: PagSeguro and Stone. The methodology of this research was a case study on two of the largest companies in the Brazilian payment method market.

## **Key-words**

Acquirer; Fintechs; Price Management; Profitability; PagSeguro; Pricing; Stone.

## Sumário

Introdução	9
Referencial teórico	10
Fatores externos que influenciam a estratégia de precificação	11
Lei de Oferta e Demanda	11
Elasticidade-preço da demanda	12
Mercado	13
Fatores internos que compõe a precificação de serviços	14
Políticas da precificação e aspectos mercadológicos do preço	14
Criação e Comunicação de valor	16
Custos e Despesas	17
Margem de Contribuição e Ponto de equilíbrio	18
Aspectos Tributários	19
Indicadores de Desempenho	21
Métodos e procedimentos de coleta e de análise de dados do estudo	22
Tipo de pesquisa realizada	22
Fontes de informação selecionadas para coleta de dados	22
Apresentação e análise dos resultados	24
As empresas e seu mercado	25
Histórico	25
Modelo de negócios	26
Adquirência e antecipação de recebíveis	26
Relevância das atividades para as empresas	27
Adquirência	29
Antecipação de recebíveis	30
Composição do preço da adquirência	31
Taxa de Intercâmbio	31
Fee da Bandeira	32
Net MDR	32
Composição do preço da antecipação de recebíveis	33
A precificação e os atores que impactam na sua formação	34
Órgãos reguladores do mercado	34
Impostos	36
Sazonalidade, datas festivas e eventos atípicos	36
Bandeiras e Emissores de cartões	37
Taxa básica de juros	38
Concorrência	39
Conclusões e recomendações para novos estudos	40
Referências Bibliográficas	41

## Lista de figuras

Figura 1 - Gráfico de Oferta e Demanda	6
Figura 2 - Declaração trimestral de perdas ou lucros - PagSeguro	21
Figura 3 - Declaração trimestral de perdas ou lucros - Stone	21

*Não espere que tudo aconteça como você deseja, mas sim como tudo realmente deve acontecer; então sua vida irá fluir bem.*

Epicteto



# 1. Introdução

Como explicar o crescimento constante e o sucesso que empresas como PagSeguro e Stone alcançaram nos últimos anos? Em um ambiente extremamente competitivo como o das *fintechs*, o que pode explicar a incrível trajetória dessas companhias e a sua diferenciação entre as mais de 740 empresas registradas nessa categoria (Fuentes, Distrito Fintech Report, 2020)? Certamente, não há apenas uma resposta que elucide o que essas duas adquirentes - empresas que processam transações com cartões no meio físico ou digital - e responsáveis por milhões de transações no mercado brasileiro em 2020 têm de diferença para as demais. Tampouco há apenas um motivo em comum entre as duas que possa ser apontado como principal característica responsável pelo sucesso dos últimos anos.

Ao analisar essas companhias com o intuito de compreender melhor suas forças, diferenciais e vantagens sobre as concorrentes, obrigatoriamente serão analisados dois serviços prestados que praticamente definem o escopo dessa categoria de empresas: processamento de transações de cartão e a antecipação de recebíveis. As adquirentes, responsáveis por fazer com que os comerciantes ao redor do mundo possam processar vendas com cartões de crédito, débito, *voucher* e também receber os valores dessas vendas de maneira simples e rápida, compõem uma das principais indústrias das economias ao redor do mundo. No Brasil isso não é diferente. Essas companhias, seus modelos de negócios inovadores e seus portfólios de produto cada vez mais completos possibilitaram, por exemplo, que fossem processadas mais de R\$1,89 trilhões em vendas com cartões no ano de 2019 (Abecs, 2020).

No entanto, é possível afirmar que essa relevância vai além dos portfólios de soluções completas, funcionalidades que atendem aos mais distintos clientes e modelos de negócios únicos. Essas empresas também foram fundamentais para trazer uma onda de inovação à estrutura do mercado de meios de pagamentos. A abertura desse ecossistema trouxe consigo novos *players*, melhores serviços e preços extremamente competitivos. Essa disputa cada vez mais voraz entre as companhias financeiras levou todo o mercado para uma guerra por preços e,

consequentemente, colocou a precificação dos serviços ofertados como um ingrediente chave para o sucesso de uma *fintech*.

De acordo com Nagle e Hogan (2008), a precificação estratégica requer o uso da estrutura de preço para impulsionar a lucratividade por meio da captura do valor gerado por um serviço ou produto. Dessa forma, pode-se destacar que a precificação é um dos pilares dessa vantagem competitiva das *fintechs*, uma vez que, com a estratégia mais adequada, essas companhias precificam seus serviços visando potencializar seus lucros através da venda deles. Através das metodologias aplicadas nessa etapa estratégica é determinado o seu poder de atração de novos clientes e a força de seus serviços frente àqueles já presentes no mercado. Além disso, a formação desse preço definirá não só os lucros e receitas de uma empresa, mas, também, o seu próprio futuro.

A abertura de capital de uma companhia, episódio tão simbólico na história de algumas e tão desejado por todas, chama mais ainda a atenção quando surgem cases de sucesso como os de PagSeguro e Stone. Com o assunto em alta depois da estreia de ambas na bolsa de valores norte-americana (NYSE), o mercado de adquirência ganhou maior relevância na estratégia das companhias deste setor e fez com que, para o público geral e para aqueles que atuam nesse mercado, fossem levantadas algumas questões:

- Como é composto o preço dos serviços de uma adquirente? e
- Qual o papel dos *stakeholders* deste mercado e como a sua atuação pode influenciar a precificação de PagSeguro e Stone?

Considerando dois dos principais serviços dessas empresas - o processamento de transações e a antecipação de recebíveis -, a pesquisa tem como intuito explorar a participação dos principais atores desse mercado na formação de preços destes serviços e compreender a composição das taxas das “maquininhas” de cartão.

## **2. Referencial teórico**

### **2.1 Fatores externos que influenciam a estratégia de precificação**

#### **2.1.1 Lei de Oferta e Demanda**

Mankiw (2009) afirma que a oferta e demanda são as forças que fazem as economias de mercado funcionarem. São essas as forças que determinam a quantidade produzida de cada bem e o preço pelo qual o bem será vendido. Essa teoria considera como compradores e vendedores se comportam, como interagem uns com os outros e mostra como os preços alocam os recursos escassos da economia.

Mankiw (2009) ainda afirma que os termos oferta e demanda se referem ao comportamento das pessoas enquanto interagem umas com as outras no mercado. Ele define que em mercados onde há muitos compradores e vendedores, de modo que cada um deles, individualmente, tenha uma influência insignificante sobre o preço, devem ser classificados como competitivos. Dessa maneira, um vendedor não possui motivos para vender seus produtos a um preço maior que o mercado sob o risco de seus compradores fazerem suas compras em outro lugar. Da mesma forma que um comprador sozinho não pode influenciar o preço total de um produto ao comprar uma pequena quantidade desse item, um vendedor apenas não é capaz de alterar o preço cobrado por essa mercadoria por não controlar toda a quantidade vendida no mercado.

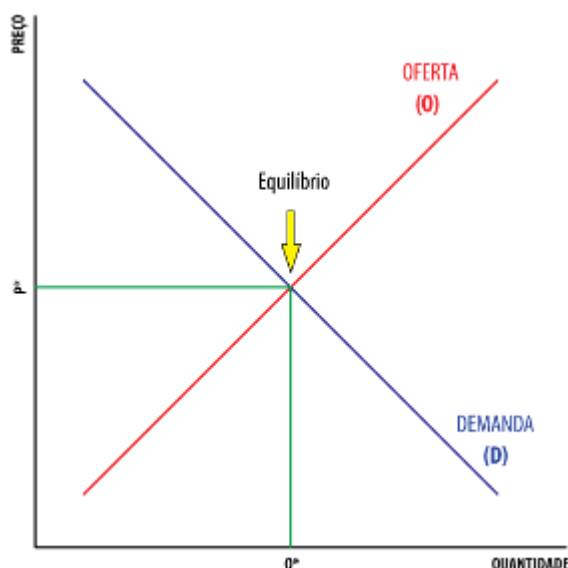
A oferta pode ser definida de acordo com Dornbusch, Startz e Fischer (2011) como a lei do suprimento, na qual, quando um preço de um bem aumenta, a tendência é de que a quantidade desse bem no mercado também aumente.

Já a demanda é definida por Dornbusch, Startz e Fischer (2011) como o efeito que, a partir do aumento do preço de um bem, faz com que a quantidade demandada pelos consumidores tenda a diminuir.

Essas duas forças podem ser representadas em formas de curvas como mostrado no gráfico abaixo. A partir desse gráfico é possível ver que as duas

variáveis que influenciam e são influenciadas pela oferta e pela demanda são a quantidade dos bens vendidos – mostrado no eixo X -, e o preço desses bens – como consta no eixo Y do gráfico.

Figura 1: Gráfico de Oferta e Demanda



O gráfico acima mostra que a curva de demanda ilustra como a quantidade demandada de um produto ou serviço é alterada quando o preço desse bem varia. O mesmo pode-se dizer da curva de oferta.

Para as empresas e para os formadores de preços em geral, esse gráfico é a forma mais didática de ilustrar o ponto a ser perseguido no processo de precificação estratégica. O ponto de equilíbrio entre oferta e demanda ilustra o marco ótimo para as firmas que disponibilizam um serviço ao mercado: o que está sendo ofertado está sendo consumido na mesma capacidade que o mercado pode absorver e a um preço que o mercado entende como perfeito.

A partir dessas definições, pode-se afirmar que a política de preços de uma firma é influenciada diretamente pela lei de oferta e demanda, uma vez que esta deve buscar rotineiramente adaptar sua estratégia de precificação a fim de se aproximar ao máximo do ponto de equilíbrio entre as duas curvas.

### 2.1.2 Elasticidade-preço da demanda

Krugman e Wells (2007) definem a elasticidade-preço da demanda como a comparação entre a mudança percentual na quantidade demandada com a

mudança percentual no preço. Dessa forma, é possível calcular o valor para esse conceito a partir da seguinte fórmula:

$$\text{Elasticidade} = - \frac{\% \text{ variação da quantidade}}{\% \text{ variação no preço}}$$

Analizando a variação da quantidade demandada e do preço de um certo bem, quando o resultado for superior a 1, tem-se uma demanda elástica. Entretanto, se o resultado do cálculo for menor que 1, pode-se considerar a demanda por esse bem como sendo inelástica.

Em casos em que há um aumento de preços de 5% e uma redução na quantidade demandada de 15%, tem-se que a Elasticidade = - (0,15/0,05) = 3. Dessa forma, deve-se interpretar o resultado como, a cada 1% de ajuste nos preços, a demanda por esse produto ou serviço sofrerá uma queda de 3%.

Quanto maior a elasticidade-preço da demanda, maior a sensibilidade da quantidade demandada ao preço. Quando a elasticidade-preço da demanda é elevada, ou seja, quando os consumidores modificam a quantidade que demandam em proporção elevada comparado com a mudança percentual no preço, os economistas dizem que a demanda é altamente elástica. Uma elasticidade-preço da demanda baixa, indica uma resposta fraca da quantidade demandada ao preço: a quantidade demandada cai relativamente pouco quando o preço sobe. Isso é o que os economistas chamam de demanda inelástica. (KRUGMAN e WELLS, 2007 p.96)

### 2.1.3 Mercado

A curva elasticidade-preço está diretamente presente nas relações das empresas com os seus consumidores e, conseqüentemente, com os mercados nos quais elas se encontram.

Dentre os fatores externos que podem afetar uma empresa, o mercado no qual ela está inserida é um dos principais indicadores que deverão ser levados em consideração para definição das estratégias da companhia.

O mercado pode ser dividido em quatro tipos: concorrência perfeita, concorrência monopolista, concorrência oligopolista e monopólios.

Em um mercado perfeitamente competitivo, Krugman e Wells (2007) definem que todos os participantes, tanto consumidores, quanto produtores são tomadores de preços. Dessa forma, os autores apontam que nem as decisões de consumo individual nem as decisões de produção dos produtores individuais afetam o preço de mercado de um bem específico.

O cenário oposto ao mercado perfeitamente competitivo é o do monopólio, onde, de acordo com Krugman e Wells (2007), um único produtor oferta um bem ou serviço que não tem substitutos próximos, configurando essa companhia como monopolista.

Já as concorrências oligopolistas são definidas pelos autores Krugman e Wells (2007) como uma indústria produtora de um mesmo produto ou serviço com poucos vendedores. Esse tipo de configuração implica obrigatoriamente em um número reduzido de participantes em um mercado específico e pode implicar em um acordo entre essas empresas que culmine em práticas antiéticas como a formação de cartéis. Essa prática tem como objetivo o controle dos preços do mercado, fazendo com que os consumidores, por falta de um bem substituto, fiquem reféns dos valores praticados e tenham que pagar mais caro que o preço considerado ótimo para aquele mercado.

Por último há a concorrência monopolista que é definida por Krugman e Wells (2007) como sendo um mercado com grande número de competidores, produtos diferenciados e com livre entrada e saída no longo prazo. Dessa maneira, cada produtor tem alguma capacidade de fixar o preço do seu bem diferenciado, mas o nível de preço que ele pode praticar é limitado pela competição com outros produtores existentes e potenciais, que produzem bens próximos, mas não idênticos.

## **2.2 Fatores internos que compõe a precificação de serviços**

### **2.2.1 Políticas da precificação e aspectos mercadológicos do preço**

A precificação eficiente requer juntar e integrar um grande volume de informações sobre os objetivos estratégicos e a estrutura de custos da empresa, as preferências do consumidor e suas necessidades reais, e as intenções estratégicas e a precificação dos concorrentes. (NAGLE e HOGAN, 2008 p.139).

O poder das políticas de preço foi registrado através dos resultados coletados por Baker, Marn e Zawada (2004) de uma pesquisa que afirma que, em média, a

cada 1% de acréscimo no valor de um bem, a empresa colhe um aumento de, aproximadamente, 11% em seu lucro operacional.

Após identificar o mercado no qual se encontra e, conseqüentemente, as limitações impostas pelo contexto da indústria e entender como funciona a elasticidade-preço da demanda dos seus consumidores, a firma deve elaborar uma política de preço para a venda de seus bens. Todo preço praticado por uma empresa está ou deveria estar ligado a uma política de preços. Através dessa metodologia tem-se maior controle e previsibilidade das receitas, além de restringir as possibilidades de perdas de valor decorrentes de negociações realizadas pela força de vendas da firma.

Segundo Nagle e Hogan (2008), de acordo com o contexto do mercado e o objetivo estratégico de uma empresa, ela deve formar sua base de preços de acordo com quatro grandes áreas da decisão de preços: precificação promocional, precificação negociada, descontos por quantidade e precificação por fidelidade.

A precificação promocional, talvez a mais conhecida no meio dos formadores de preços, consiste na geração de um incentivo para os consumidores através de uma redução no preço padrão de um bem ou serviço. Essa prática pode ser posta em prática com o intuito de aumentar as vendas em um período de tradicional menor expressividade nos resultados de receita a fim de atrair novos compradores ou de fidelizar os atuais clientes. Essa precificação, no entanto, deve ser usada com cautela para se evitar a possibilidade de ancoragem do preço em margens que não possam ser praticadas em larga escala.

A precificação negociada é a prática de assegurar a integridade do processo de negociação e venda de um bem. Uma vez que os agentes de venda podem ser influenciados por compradores através de comportamentos corrompidos que tem como interesse a obtenção de vantagens financeiras na realização de acordos, a empresa deve estabelecer uma política de preços transparente e deve treinar a força de vendas com o intuito de evitar esse tipo de manobra dos clientes mal intencionados.

O conceito de descontos por quantidade leva em consideração a possibilidade de a negociação envolver uma escala maior de produtos ou serviços consumidos, possibilitando um abatimento no valor unitário de cada bem vendido. Essa prática tem como intuito oferecer aos clientes que optarem por essa negociação um benefício de um preço menor uma vez que há para o vendedor uma maior quantidade de bens sendo vendidos.

Por último, a precificação por fidelidade põe em prática a possibilidade de oferecer recompensas aos clientes que comprem com uma relativa frequência e por um determinado período. Através dessa precificação é possível criar uma política que incentive os clientes mais antigos a se manterem comprando com a empresa através de descontos nos preços ou até na concessão de acesso à novos produtos ou serviços por um preço menor que o praticado para novos clientes ou até um acesso de maneira antecipada que ao que será dado para o restante do mercado.

### **2.2.2 Criação e Comunicação de valor**

Uma estratégia completa de precificação requer que os preços sejam justificados com base no valor criado para diferentes clientes. (NAGLE e HOGAN, 2008, p.23).

Uma vez identificados o mercado no qual a empresa se encontra, a propensão do seu público a comprar seus produtos ou serviços e as políticas de preço que serão aplicadas, as companhias devem se dedicar ao exercício de criação e comunicação do valor dos bens que são comercializados. Somente através da identificação do valor do serviço ou produto que está sendo vendido é possível criar uma justificativa do preço cobrado ao seu cliente.

Sobral e Peci (2008) entendem que o processo de formação de preço e percepção do valor passa por quatro marcos em uma escala crescente: custo de produção do produto ou serviço, valor praticado no mercado, valor percebido pelo cliente e valor objetivo. De acordo com os autores, o preço de um bem deve sempre ser maior que o custo para produção ou implementação do mesmo, porém, deve estar abaixo do valor tido como perceptível pela clientela. Dessa forma, é gerada uma percepção no comprador de valor criado, uma vez que ele estará adquirindo um bem por um preço menor que aquele que poderia valer.

E para atingir a expectativa do comprador de estar adquirindo um produto ou serviço por um preço menor que o que ele esperava, Sobral e Peci (2008) entendem que é aí onde se concentram os esforços das áreas de marketing das empresas. Gerar a percepção de um valor que é maior que o real valor do produto deve ser o fruto das práticas de comunicação de valor das companhias.



### 2.2.3 Custos e Despesas

A precificação lucrativa envolve uma integração de custos e valor ao consumidor. Os custos nunca devem determinar o preço, porém, exercem um papel fundamental na formulação de uma estratégia de precificação. (NAGLE e HOGAN, 2008, p.167)

Quando fala-se sobre a produção de um produto ou sobre a prestação de um serviço, inevitavelmente fala-se da existência de custos e despesas nesses processos. No entanto, existem naturezas diferentes a serem categorizadas como custos e despesas.

Os custos podem ser classificados como diretos quando ligados ao processo produtivo dos bens ou execução dos serviços - em ambos os casos pode haver custos como mão de obra ou matéria prima para produção dos produtos ou realização de um serviço. Já dentre os indiretos pode-se classificar a mão de obra indireta na produção ou entrega do produto para o consumidor final nessa categoria, uma vez que esse trabalhador não participou diretamente do processo de confecção do produto ou da execução do serviço, executando uma tarefa complementar ao processo como um todo.

Também pode-se classificar os custos como fixos ou variáveis, sendo os variáveis aqueles que oscilam de acordo com os volumes de produtos vendidos ou serviços prestados. Já os fixos, de acordo com Nagle e Hogan (2008) são aqueles que não são afetados pelo volume de vendas de uma companhia e, conseqüentemente, não são custos, em sua maioria, incrementais que devam ser levados em consideração na formação do preço. Todavia, sejam eles relevantes ou não na criação do preço final, Baker, Marn e Zawada (2004) afirmam que a redução no montante total de custos fixos de uma empresa pode gerar um acréscimo médio de 2,7% nas receitas operacionais dessa companhia. Já em relação às despesas, estes gastos administrativos, de vendas, gerais ou relacionados a impostos e taxas são inerentes à obtenção de receitas de vendas ou não. Dessa forma estão sempre presentes nos balanços financeiros das companhias (BERNARDI, 1998) e, assim como os custos, podem ser classificadas como fixas, que independem do volume das vendas, ou variáveis, que se alteram quando há mudanças no volume das vendas.

## 2.2.4 Margem de Contribuição e Ponto de equilíbrio

O conceito de margem de contribuição pode ser classificado como um dos, senão o mais importante no estudo sobre precificação de serviços ou produtos. A margem de contribuição percentual é a parcela do preço que faz crescer o lucro ou reduzir as perdas. (NAGLE e HOGAN. 2008, p.185).

A margem de contribuição pode ser calculada de maneira a encontrar o seu valor em reais ou de maneira percentual como ilustrado abaixo.

Margem de contribuição em valor por unidade vendida:

Vendas

(-) Custos Variáveis

(-) Despesas Variáveis

= Margem de Contribuição

Margem de contribuição percentual:

$$MC\% = \frac{\text{Margem de contribuição total}}{\text{Receita de vendas}} \times 100$$

Onde:

MC% = Margem de contribuição percentual

Já o conceito de ponto de equilíbrio é definido como o volume de vendas em que as receitas totais são iguais aos custos e despesas totais, ou seja, o lucro é igual a zero.

De forma simplificada, o ponto de equilíbrio pode ser calculado da seguinte maneira:

$$Q = \frac{CF + DF}{\text{MARGEM DE CONTRIBUIÇÃO UNITÁRIA}}$$

Onde:

Q = Volume

CF = Custos Fixos

DF = Despesas Fixas

O ponto Q calculado acima simboliza o ponto de equilíbrio contábil - momento em que a companhia passa a ser lucrativa. Além do ponto de vista contábil, também é possível estipular qual o ponto de equilíbrio financeiro – momento em que a firma conseguirá arcar com os custos e despesas provisionados que tem seu vencimento programado para uma data futura no médio ou longo prazo. A métrica é calculada da seguinte forma:

$$= \frac{CF + DF - P + DFIN}{\text{MARGEM DE CONTRIBUIÇÃO \% OU UNITÁRIA}}$$

Onde:

CF = Custos Fixos

DF = Despesas Fixas

P = Provisões

DFIN = Despesas Financeiras

(Fonte: BERNARDI, 1998)

Embora o comportamento do ponto de equilíbrio não seja tão linear por conta da variação dos custos e despesas fixas a partir de um determinado volume de vendas, é importante que as companhias o analisem durante o processo de composição de preço. (BERNARDI, 1998)

1.

### 2.2.5 Aspectos Tributários

Ao analisar a precificação das empresas que atuem na indústria de *fintechs*, do varejo ou de qualquer uma que envolva produção de produtos e/ou prestação de serviços, a cobrança de impostos deve ser levada em consideração.

Os impostos no Brasil são divididos em três esferas: federais, estaduais e municipais. Bernardi (1998) os categoriza da seguinte maneira:

#### Tributos federais:

- IPI (Imposto sobre Produtos Industrializados)

É cobrado sobre todo produto industrializado, seja ele nacional ou internacional e possui uma alíquota variável em função da classificação dos produtos e incidência na indústria.

- PIS (Programa de Integração Social)

Contribuição cobrada sobre o valor da mercadoria excluído o IPI da venda e tem como intuito a destinação ao pagamento do seguro-desemprego. Possui uma alíquota de 0,65% e com incidência na indústria, comércio e serviços.

- COFINS (Contribuição para Financiamentos da Seguridade Social)

Contribuição destinada principalmente para a área de saúde e é cobrada sobre o faturamento nas mesmas condições do PIS com alíquota de 3% e com incidência na indústria, comércio e serviços.

- IR (Imposto de Renda)

Calculado sobre o lucro real, ou seja, sobre o lucro contábil, ajustado por parâmetros fiscais, adições e exclusões. As alíquotas são variáveis, sendo a básica de 15% com adicionais dependendo da faixa de lucro real atingida estipulada pelo fisco. Na modalidade de Lucro Presumido aplica-se a alíquota específica para cada espécie de atividade, na base de percentuais do faturamento, conforme legislação em vigor.

- Contribuição Social

Calculada sobre o lucro antes do Imposto de Renda é considerada uma despesa dedutível do Imposto de Renda sobre Pessoas Jurídicas que, para efeito de tributação, possui uma alíquota de 9% para pessoas jurídicas em geral e de 15% para instituições financeiras, de seguros privados e de capitalização.

#### Tributos Estaduais:

- ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadoria e Serviços)

Cobrado sobre a circulação de mercadorias entre cidades, estados ou de pessoas jurídicas para pessoas físicas, e sobre alguns serviços também classificados. Cada estado possui uma alíquota que geralmente varia de 7% a 33%, a depender do estado e da mercadoria.

#### Tributos Municipais:

- ISS (Imposto Sobre Serviço)

Também conhecido como Imposto Sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISSQN), é cobrado sobre os serviços prestados, conforme determinam as Prefeituras Municipais. Sua alíquota é variável conforme o município e a classificação das atividades, porém, o mais usual é de 5%.

## 2.2.6 Indicadores de Desempenho

Uma análise baseada apenas no lucro líquido não reflete se o resultado gerado foi ou não condizente com o potencial econômico da empresa. Utilizando alguns indicadores que relacionam o lucro com o ativo, o investimento total ou o patrimônio líquido, é possível tirar conclusões mais precisas quanto à capacidade da empresa de gerar recursos e resultados com sua atividade. (SOBRAL e PECCI, 2008 p.382).

Visando identificar se a política de preços escolhida está trazendo resultados satisfatórios para os acionistas e investidores, os gestores da empresa precisam analisar indicadores que avaliem o desempenho dessas escolhas.

Dentre os índices que devem ser observados a fim de tirar conclusões acerca do desempenho da rentabilidade da empresa está a Rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido (ROE – *Return on Equity*). Este indicador permite analisar a capacidade de uma empresa em remunerar o capital empregado pelos acionistas. É possível calcular esse indicador dividindo o lucro líquido pelo patrimônio líquido de uma empresa.

Em paralelo ao ROE, há outro índice que também permite calcular a rentabilidade, porém, nesse caso, de um investimento específico – o Retorno do Investimento (ROI – *Return Over Investment*). Este indicador pode ser calculado através da divisão do Lucro Líquido pelo Capital Total Investido.

Além desses indicadores, também é importante que os gestores avaliem a capacidade da empresa de gerar caixa. O cálculo dos Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização (EBITDA – *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) permite que a empresa identifique essa capacidade, eliminando desse cálculo variáveis que estão ligadas diretamente ao seu contexto operacional.

### **3. Métodos e procedimentos de coleta e de análise de dados do estudo**

#### **3.1 Tipo de pesquisa realizada**

O estudo foi desenvolvido utilizando como base a metodologia de estudo de caso que visa conduzir

o pesquisador através do processo de coletar, analisar e interpretar observações. É um modelo lógico de provas que lhe permite fazer inferências relativas às relações causais entre as variáveis sob investigação. O projeto de pesquisa também define o domínio da generalização, isto é, se as interpretações obtidas podem ser generalizadas a uma população maior ou a situações diferentes. (NACHMIAS e NACHMIAS, 1972, p.77).

A análise feita neste estudo busca descrever alguns dos principais componentes que são levados em consideração e afetam o processo de formação de preço das empresas classificadas como adquirentes na indústria de meios de pagamento. Observando as informações disponibilizadas por Stone e PagSeguro acerca desse procedimento, será analisada a influência dos elementos presentes no contexto desse mercado para a formação do preço final ofertado à clientela dessas duas companhias.

#### **3.2 Fontes de informação selecionadas para coleta de dados**

O estudo analisou as informações públicas das empresas nacionais Stone Pagamentos S.A. e PagSeguro Internet S.A. fornecidas no momento de sua abertura de capital na bolsa de valores de Nova York (NYSE) e nos seus relatórios de resultados periódicos.

As empresas em questão foram selecionadas por se tratarem dos casos de sucesso mais recentes da indústria de meios de pagamento brasileira. Os resultados positivos consecutivos ano após ano desde a criação de cada uma das empresas permitiu com que elas fossem as pioneiras no processo de capitalização para companhias desse segmento em mercados estrangeiros. Enquanto a PagSeguro estreou na bolsa de valores americana em 2018 (InfoMoney, 2018), a Stone acompanhou o movimento e teve sua estreia no ano seguinte (Arroyo, Bretas, 2018). Desde então, ambas as instituições atraem a atenção do público em geral e da mídia como uma das principais empresas do ramo.

Buscando trazer mais detalhes acerca do complexo processo de geração de preço para alguns de seus serviços, foram utilizados os dados secundários fornecidos pelas próprias empresas à NYSE durante o processo que antecedeu a abertura de capital na bolsa nova-iorquina. Além das informações disponibilizadas nos formulários F-1 (*Registration statement for certain foreign private issuers*) (United States Securities and Exchange Commission, 2017, 2018) que explicam com detalhes sobre aspectos estruturais da empresa, principais forças, ameaças, produtos, entre outros temas também foram levados em consideração para essa análise os dados informados nos relatórios trimestrais de resultado de ambas as firmas.

Com base nessas informações fornecidas pelas empresas - formulários entregues à NYSE e ao mercado -, entende-se que se tratam de documentos auditados e de fontes verídicas, uma vez que a falsificação de quaisquer informações disponibilizadas nesses arquivos poderiam por ambas empresas sob risco de investigações das entidades responsáveis por crimes dessa natureza.

### **3.3 Limitações do estudo**

A adequação da metodologia de estudo de casos para o tema analisado apresenta uma limitação quanto às informações às quais se tem acesso. Como Yin indica,

O estudo de caso conta com muitas das técnicas utilizadas pelas pesquisas históricas, mas acrescenta duas fontes de evidência que usualmente não são incluídas no repertório de um historiador: observação direta e série sistemática de entrevistas. Novamente, embora os estudos de casos e as pesquisas históricas possam se sobrepor,

o poder diferenciador do estudo é a sua capacidade de lidar com uma ampla variedade de evidências - documentos, artefatos, entrevistas e observações - além do que pode estar disponível no estudo histórico convencional. (YIN, 2001, p.27).

Considerando que o tema analisado possui outras variáveis que influenciam igualmente ou ainda mais no processo de formação de preços, como por exemplo a estratégia de posicionamento no mercado frente à concorrência, torna-se impossível fazer com que esse estudo abranja todos os aspectos fundamentais na precificação dos serviços dessas empresas. Por se tratar de informações altamente estratégicas e até mesmo confidenciais, o estudo possui uma limitação no que diz respeito à diversidade das evidências disponibilizadas. Ainda tomando como base a descrição de Yin (2001 p. 27), por se tratar de um tema que envolva informações sigilosas das empresas e de uma área em que seus empregados, por questões contratuais não podem dar mais detalhes sobre o processo e demais componentes da precificação, não foi possível contatar profissionais que atuem nos setores de *pricing* dessas companhias para realizar entrevistas.



## 4. Apresentação e análise dos resultados

### 4.1 As empresas e seu mercado

#### 4.1.1 Histórico

Ambas as companhias têm trajetórias semelhantes. Aquisições, parcerias estratégicas, inovação como marca e diante de si as dificuldades de atuar em um mercado pouco regulado e com pouquíssima competição.

A PagSeguro nasce em 2007 (NASCIMENTO, 2015) a partir da mudança do nome da BRPay após a aquisição do grupo UOL e, a partir do desenvolvimento de suas próprias tecnologias e da formação de parcerias para aprimorar a qualidade e distribuição dos seus serviços, cresce sua base de clientes em um ritmo muito acelerado. Já em 2010 atinge a marca de doze milhões de usuários cadastrados na sua base, o que permitiu com que a empresa nos anos seguintes aumentasse seus lucros e pudesse realizar aquisições estratégicas para dar mais robustez e amplitude no seu portfólio de produtos e serviços. Em 2018 a companhia atinge o patamar mais alto que as empresas almejam atingir com a abertura de capital na bolsa de valores de Nova York.

A Stone Pagamentos surge em 2012 (STONE, 2021) junto com a radical mudança imposta pelo Banco Central do Brasil (Bacen) que pôs fim à regra de exclusividade entre bandeiras e adquirentes. Em 2013 consegue seu credenciamento junto às principais bandeiras do mercado (Visa e Mastercard) e apenas em 2014 realiza a sua primeira transação em um *Point of Sale* (POS), conhecido popularmente como a “maquininha de cartão”. A primeira grande aquisição da empresa em 2016 foi também a que colocou a Stone como uma força, ainda que pequena, no mercado. A Elavon Brasil, empresa de adquirência do banco Citibank vende a sua operação no país para a Stone e faz com que a companhia já estreie no mercado com um *market-share* de 0,5%. Nos anos seguintes, com o desdobramento de sucesso da sua operação de expansão, outras aquisições que complementaram o portfólio da companhia, um consequente aumento de *market-share* e sucessivos resultados positivos, a

empresa atinge um nível de robustez suficiente para também estreitar na bolsa de valores americana (NYSE).

#### **4.1.2 Modelo de negócios**

Uma adquirente é uma empresa responsável por habilitar companhias a aceitar pagamentos com cartão e prover outros serviços para elas (DeGennaro, 2006). O serviço de aquisição é composto principalmente do processamento das transações de uma empresa e do pagamento do montante transacionado à empresa que realizou as vendas. Porém, há diversos outros serviços complementares que as adquirentes podem oferecer que orbitam esse processamento das vendas como: aluguel e manutenção dos POS, oferta de crédito, antecipação de recebíveis, emissão de boletos, etc.

Stone e PagSeguro possuem portfólios muito similares. Ambas avançam na mesma direção no que diz respeito à estratégia de oferta de produtos e serviços por conta do seu posicionamento de atender, principalmente, clientes médios e pequenos (SMB). Esse direcionamento fez com que as soluções ofertadas se baseassem em serviços bancários e financeiros para atender a esse público que, apesar de possuir uma dinâmica diferente no dia a dia dos seus negócios e um modelo também diferenciado dos grandes comerciantes, era tratado sem distinção pelas adquirentes já estabelecidas.

As soluções das duas empresas vão desde o suporte para processamento de transações em *e-commerce*, acesso à *softwares* de gestão de negócios online ou físicos, passando pelo processamento do mais novo meio de pagamento do país - o PIX -, emissão de cartões de débito, solução de *split* de pagamentos para *marketplaces*, acesso a crédito e à plataforma de investimentos, oferta de seguros de vida e saúde, chegando até mesmo na recarga de saldo de celular e bilhete de transporte público.

Apesar da vastíssima oferta de soluções das duas empresas, este estudo propõe um foco maior nas operações que trazem maior retorno financeiro para as companhias: processamento de transações de cartões - que pode ser chamado de aquisição, e a antecipação de recebíveis.

#### **4.2 Adquirência e antecipação de recebíveis**

#### 4.2.1 Relevância das atividades para as empresas

A diversificação de serviços e produtos que essas empresas buscam está muito ligada à estratégia de exploração de novos mercados e novas receitas, mas também a uma forma de diluição dos riscos de perdas de market-share na aquisição. Por se tratar de um mercado - cada vez menos -, mas ainda altamente concentrado na oferta desse serviço, e também por apresentar margens de lucro mais pressionadas por conta da forte concorrência, as empresas buscam outros meios para diminuir a dependência da venda desse serviço.

Ainda que PagSeguro e Stone exerçam essa diluição de dependência com relativo sucesso, sua principal fonte de receita ainda está no processamento de transações de cartões no meio físico ou digital e também na antecipação dos recebíveis gerados por essas vendas. Há de se ressaltar que, com intuito de se diferenciar da concorrência, ambas as empresas também trabalham com serviços onde não há cobrança de aluguel mensal das máquinas (POS). Essa estratégia traz uma redução do potencial de receita das empresas, porém, vem se mostrando eficaz, uma vez que a sua base de clientes médios e pequenos, que é mais sensível a preços, segue em franco crescimento. Ainda assim, a oferta de diferentes tipos de serviços com a opção da cobrança do aluguel ou não, e suas respectivas vantagens para cada uma das soluções, permite com que as empresas ainda tenham margem de lucro proveniente do serviço de aluguel de POS.

Analisando os balanços financeiros disponibilizados publicamente por ambas as empresas para o período do segundo trimestre de 2021 - tabelas 1 e 2 -, pode-se constatar que: enquanto para a PagSeguro essa receita representou, aproximadamente, 65,3% do total do período, para a Stone a proporção foi de, aproximadamente, 58,6%.

Figura 2: Declaração trimestral de perdas ou lucros - PagSeguro

**PagSeguro Digital Ltd.**

Unaudited condensed consolidated interim statement of income

For the three and six-month periods ended June 30, 2021 and 2020

(All amounts in thousands of reais unless otherwise stated)

	Note	Three-month period		Six-month period	
		June 30, 2021	June 30, 2020	June 30, 2021	June 30, 2020
Revenue from transaction activities and other services	21	1,548,128	856,462	2,933,098	1,823,266
Financial income	21	786,610	459,247	1,443,593	1,021,515
Other financial income	21	34,861	41,735	60,108	99,958
<b>Total revenue and income</b>		<b>2,369,599</b>	<b>1,357,444</b>	<b>4,436,799</b>	<b>2,944,739</b>
Cost of sales and services	22	(1,295,018)	(793,290)	(2,441,103)	(1,561,926)
Selling expenses	22	(363,770)	(111,202)	(731,882)	(300,224)
Administrative expenses	22	(225,899)	(94,251)	(414,969)	(180,036)
Financial expenses	22	(133,784)	(17,873)	(178,172)	(63,435)
Other income (expenses), net	22	(12,951)	71,609	27,855	69,473
<b>Profit before income taxes</b>		<b>338,177</b>	<b>412,437</b>	<b>698,528</b>	<b>908,591</b>
Current income tax and social contribution	18	(1,672)	(17,967)	(21,638)	(21,768)
Deferred income tax and social contribution	18	(64,361)	(98,156)	(133,420)	(233,596)
<b>Income tax and social contribution</b>		<b>(66,033)</b>	<b>(116,123)</b>	<b>(155,058)</b>	<b>(255,364)</b>
<b>Net income for the period</b>		<b>272,144</b>	<b>296,314</b>	<b>543,470</b>	<b>653,227</b>
Attributable to:					
Equity holders of the parent		272,047	296,135	543,313	652,805
Non-controlling interests		97	179	157	422
Basic earnings per common share - R\$	20	0.8242	0.9001	1.6459	1.9842
Diluted earnings per common share - R\$	20	0.8234	0.8976	1.6444	1.9786

Fonte: Demonstrações Financeiras da empresa

Table 3: Quarterly Statement of Profit or Loss

Statement of Profit or Loss (R\$m)	2Q21	% Rev.	2Q20	% Rev.	Δ %	Δ p.p.
Net revenue from transaction activities and other services	359.2	58.6%	227.5	34.1%	57.9%	24.5 p.p.
Net revenue from subscription services and equipment rental	152.9	24.9%	80.4	12.1%	90.1%	12.9 p.p.
Financial income	40.0	6.5%	326.6	48.9%	(87.7%)	(42.4 p.p.)
Other financial income	61.3	10.0%	32.9	4.9%	86.6%	5.1 p.p.
<b>Total revenue and income</b>	<b>613.4</b>	<b>100.0%</b>	<b>667.4</b>	<b>100.0%</b>	<b>(8.1%)</b>	<b>0.0 p.p.</b>
Cost of services	(302.4)	(49.3%)	(198.7)	(29.8%)	52.2%	(19.5 p.p.)
Administrative expenses	(121.8)	(19.9%)	(89.9)	(13.5%)	35.5%	(6.4 p.p.)
Selling expenses	(223.2)	(36.4%)	(114.7)	(17.2%)	94.6%	(19.2 p.p.)
Financial expenses, net	(157.6)	(25.7%)	(62.6)	(9.4%)	151.8%	(16.3 p.p.)
Other income (expenses), net	777.0	126.7%	(40.1)	(6.0%)	n.m	132.7 p.p.
Loss on investment in associates	(2.8)	(0.5%)	(1.5)	(0.2%)	82.7%	(0.2 p.p.)
<b>Profit before income taxes</b>	<b>582.6</b>	<b>95.0%</b>	<b>159.8</b>	<b>24.0%</b>	<b>264.5%</b>	<b>71.0 p.p.</b>
Income tax and social contribution	(56.6)	(9.2%)	(36.2)	(5.4%)	56.2%	(3.8 p.p.)
<b>Net income for the period</b>	<b>526.0</b>	<b>85.7%</b>	<b>123.6</b>	<b>18.5%</b>	<b>325.6%</b>	<b>67.2 p.p.</b>
<b>Adjusted Net Income</b>	<b>(150.5)</b>	<b>(24.5%)</b>	<b>150.3</b>	<b>22.5%</b>	<b>n.m</b>	<b>(47.1 p.p.)</b>

Figura 3: Declaração trimestral de perdas ou lucros - Stone

Fonte: Demonstrações Financeiras da empresa

#### 4.2.2 Adquirência

Quando uma transação é processada por uma “maquininha de cartão” há uma rede com diversos participantes que interagem para garantir que as informações processadas por aquela máquina cheguem com segurança até o banco do portador do cartão para que a compra seja realizada com sucesso. Essa comunicação acontece essencialmente entre a adquirente que é o elo entre o consumidor e o comerciante, a bandeira do cartão (Mastercard, Visa, American Express, Elo, entre outras) e o banco que emitiu o cartão que está sendo utilizado nessa compra (Itaú, Bradesco, Santander, Banco do Brasil, Caixa, etc.). Toda a estrutura tecnológica que suporta essa comunicação entre as partes durante o processamento de uma venda foi criada pelas bandeiras de cartão. Elas foram responsáveis pela criação desse modelo de negócio, da plataforma tecnológica, dos padrões e das regras que visam reduzir a possibilidade de fraudes e aumentar a conversão das vendas. As bandeiras criaram esse produto e o comercializam para os bancos emissores de cartões, com o intuito de fornecer seus produtos para a maior quantidade de usuários possível.

Já os emissores de cartões nada mais são que os bancos, instituições financeiras que, entre outros produtos e serviços que comercializam, oferecem ao público em geral a possibilidade de realizar compras através de um cartão que possui um limite de crédito aprovado para uso. Os bancos podem emitir estes cartões de crédito ou também podem emitir cartões de débito, onde o comprador tem o valor da sua aquisição debitado automaticamente da sua conta corrente.

Apesar da quantidade de participantes nesse fluxo e das modalidades de cartão, o processo de venda para o consumidor é relativamente simples. Ele utiliza seu cartão emitido por algum banco em que é correntista, insere a senha que irá iniciar todo o processo de venda no POS ou no *checkout* do *site* e depois aguarda a confirmação do banco pela efetivação ou não da compra. Já para o lojista há uma etapa depois da confirmação da venda: o repasse do montante comercializado. Esse repasse é de responsabilidade da adquirente e o prazo para essa liquidação varia de acordo com o tipo do cartão que fez a compra (débito ou crédito) e com a negociação firmada entre o comerciante e a adquirente no que diz respeito à antecipação de valores. Além do prazo de liquidação das vendas, outro fator que também é de responsabilidade da adquirente é o desconto das taxas sobre o valor das vendas.

### 4.2.3 Antecipação de recebíveis

Uma vez que a venda é confirmada pelo banco, essa rede de comunicação que processou a venda em um período de tempo de milissegundos, informa a todos os participantes sobre a sua efetivação. A partir dessa validação, a adquirente se encarrega de realizar o repasse do valor dessa venda para o lojista. Conforme citado anteriormente, o prazo para o repasse dependerá de dois fatores: a modalidade do cartão e do acordo firmado entre as duas partes sobre a antecipação do valor dessa venda.

Quando uma compra é feita com um cartão de débito, o valor é automaticamente deduzido da conta do comprador e é enviado pelo banco à adquirente para que ela possa realizar a liquidação ao lojista que vendeu seu produto. Como o prazo para liquidação deste tipo de venda é de um dia, normalmente, o lojista recebe o valor no dia seguinte à conclusão da venda.

Já quando é feita com um cartão de crédito, o portador tem o valor da compra deduzido do limite do seu crédito junto ao banco e o processo de liquidação entre a instituição bancária e a adquirente se mantém o mesmo. No caso das compras com crédito, a principal diferença ocorre no prazo para o repasse da adquirente para o comerciante. Em média esse prazo é de 30 dias após a concretização da venda, porém, ele pode ser alterado graças ao serviço de antecipação de recebíveis.

O serviço de antecipação de recebíveis também é conhecido como *factoring* e ele pode ser definido como “um contrato de prestação de serviços que visa a cessão de créditos a curto prazo, derivados da venda ou da prestação de serviços, nos mercados interno e externo” (Silva, 2009, p. 51). Dessa maneira, à medida que os comerciantes vão acumulando valores de vendas junto às adquirentes com o prazo de repasse para 30 dias no futuro, a adquirente pode oferecer ao lojista, com a condição da cobrança de uma taxa sobre o valor total antecipado, o adiantamento da liquidação desse total para o mesmo dia em que a oferta foi feita ou de maneira recorrente. Ou seja, o comerciante vende a titularidade do crédito referente às suas vendas que seriam pagas a ele no futuro para a adquirente e a mesma o concede um crédito com o valor das vendas deduzido de uma taxa de juros que é pago integralmente no próprio dia da solicitação.

### 4.3 Composição do preço da aquisição

Toda a infraestrutura responsável por realizar a autorização e captura de uma transação de cartão é, naturalmente, sustentada financeiramente pela cobrança de taxas sobre o valor total da compra. Uma vez que o lojista contrata os serviços da adquirente, fica sob responsabilidade da processadora a cobrança das taxas para as partes envolvidas nesse processo de autorização e captura de valores.

Como apontado anteriormente, as transações de cartão são processadas por três entidades: adquirentes, bandeiras de cartão e bancos emissores. Cada uma das partes têm sua responsabilidade no fluxo de autorização da transação e cada uma delas é remunerada por esse serviço através da cobrança de uma taxa denominada de *Merchant Discount Rate* (MDR).

Monteiro (2012) define que o MDR é composto por três taxas - uma para cada entidade que participa do processo de autorização de transações. Essas três taxas que compõe o MDR são:

- *Interchange* (Taxa de Intercâmbio);
- *Assessment* (*Fee* da Bandeira);
- *Net* MDR.

#### 4.3.1 Taxa de Intercâmbio

A taxa de intercâmbio é a tarifa cobrada pelo banco emissor do cartão à adquirente que realizou a compra. Essa taxa representa a receita do banco com a prestação de serviço e oferta de produtos que permitem ao portador desse cartão entre outros benefícios, a oferta de crédito. A formação do valor dessa tarifa é formada de acordo com:

- O tipo de produto do cartão: débito ou crédito;
- Segmento do comerciante: *Merchant Category Code* (MCC);
- Tipo do cartão: *Platinum*, *Premium*, *Gold*, *Business*, etc.;
- Canal da transação: físico (POS) ou digital (*E-commerce*);
- Origem do cartão: internacional ou nacional.

Todas as características acima influenciam o preço cobrado pelos bancos no serviço de processamento de transações de cartão porque cada uma delas indica um aspecto diferente da transação ou do portador desse cartão.

Algumas das características dos cartões, por exemplo, podem indicar um maior risco para o banco emissor. Por se tratar de um produto de crédito, o banco classifica seus clientes de acordo com o tipo de cartão que cada indivíduo pode ter acesso baseado no seu histórico financeiro e no risco que ele oferece.

Assim como o portador pode oferecer um risco para as adquirentes, bandeiras e bancos, os lojistas também são classificados de acordo com seus índices de risco. Visando mitigar quaisquer ameaças no processo de pagamento por parte dos comerciantes, foi criada pelas bandeiras uma classificação do risco que cada tipo de negócio pode oferecer. O MCC é uma classificação que enquadra tipos de serviços prestados e produtos vendidos pelas empresas em diferentes grupos visando a simplificação do processo de precificação para o mercado de meios de pagamentos, estabelecimento de regras específicas por setor e também a mitigação de riscos. Através dessa classificação é possível distinguir diferentes tipos de negócios, seus riscos e, conseqüentemente, seus preços. Considerando que estes diferentes segmentos possuem diferentes necessidades, regras e riscos, essa medida facilita na diferenciação do preço aplicado às transações de, por exemplo, uma lanchonete - MCC 5812 -, e um hotel - MCC 7011 (VISA, 2017).

#### **4.3.2 Fee da Bandeira**

A taxa de *Assessment* cobrada pelas bandeiras de cartão como Visa, Mastercard, American Express, Elo, Hiper, entre tantas outras, representa a cobrança feita por essas entidades às adquirentes como contrapartida ao acesso dado à sua rede de pagamento.

#### **4.3.3 Net MDR**

Por último há a taxa da própria adquirente. Essa taxa é a fatia que a adquirente retira do valor total da compra como seu lucro bruto unitário de cada transação realizada pelo comerciante. Essa cobrança, direta ou indiretamente, ainda é a grande responsável pelas receitas das empresas. Embora cada vez mais as companhias visem buscar outras fontes de receita para diversificar seus



produtos e ter maior segurança em seu faturamento, o Net MDR ainda é a principal receita das duas adquirentes.

#### **4.4 Composição do preço da antecipação de recebíveis**

A antecipação de recebíveis, por configurar uma operação de “(...) desconto de vendas parceladas pelo cartão de crédito” (MACHADO, RIBEIRO, 2018, p. 23), acaba por oferecer um risco menor a ambas as partes envolvidas: instituição financeira e comerciante. Por se tratar de uma operação de crédito relativamente mais simples que a oferta de crédito bancária, a instituição financeira realiza a transferência de fundos referente ao valor total das vendas antecipadas para a empresa que cedeu como garantia os valores que ela tem a receber. Porém, ainda que seja uma atividade mais simples uma vez que todo comerciante presente na base de cliente das adquirentes já passou por uma análise de risco no momento da sua filiação, mesmo assim as companhias aplicam algumas regras visando a mitigação de riscos dessa operação.

Normalmente realizada no momento de credenciamento do lojista onde pedem-se informações legais, comerciais e financeiras, as adquirentes, que contam com o trabalho dos seus departamentos de risco nessa etapa, fazem uma análise das informações passadas pelos comerciantes a fim de determinar, por exemplo, o percentual de receita que ele poderá vir a antecipar no futuro. Com os dados passados pelo comerciante, a adquirente afere o risco que esse lojista pode apresentar à sua operação e também o valor total que deverá ser pré-aprovado como limite para a antecipação de recebíveis.

Além do limite, outro fator que influencia o valor da taxa de juros escolhida pelas adquirentes para cada operação é a frequência da execução dessas antecipações. Com o intuito de tornar essa fonte de receita recorrente, que faz com que essa linha de receita seja “fixa e previsível”, as empresas oferecem um incentivo na redução das suas margens no valor total da taxa visando a garantia desses fluxos no futuro. Ainda assim, o comerciante poderá optar por essa solução pontualmente, porém, a escolha tende a ficar mais difícil se levada em consideração apenas a comparação entre as taxas das duas modalidades.

Outro fator extremamente importante para a operação de antecipação de recebíveis - e para todos os serviços que lidam com juros - é a taxa básica de juros da economia brasileira determinada pelo Bacen. Eventuais aumentos nesse índice não necessariamente irão refletir em aumentos na taxa de

antecipação. Porém, caso as adquirentes não queiram repassar o aumento a seus clientes, obrigatoriamente terão que reduzir suas margens de lucro nessas operações já que os outros fatores que compõem esse valor, se alterados, podem expor a empresa a riscos maiores e desnecessários.

#### **4.5 A precificação e os atores que impactam na sua formação**

Órgãos reguladores estatais, privados, eventos de sazonalidade, impostos, políticas públicas, decisões das bandeiras e dos bancos, concorrência e até mesmo pandemias globais podem impactar drasticamente a maneira como essas empresas conduzem suas políticas de preços. Após destrinchar alguns dos principais fatores que compõem a precificação dos serviços de adquirência e antecipação de recebíveis, deve-se destacar a influência de outros *players* na política de precificação das firmas do mercado de meios de pagamentos brasileiro.

##### **4.5.1 Órgãos reguladores do mercado**

Começando por uma das principais instituições responsáveis pela regulação da economia brasileira em geral, o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) teve um papel primordial nesse mercado. Pode-se dizer até que a prosperidade e a própria existência em si de PagSeguro e Stone foi condicionada à regulação do CADE. Ainda em 2010, o mercado de adquirência brasileiro poderia ser classificado como um duopólio dividido praticamente de maneira igual entre Cielo (então Visanet) e Redecard. Apenas as duas empresas possuíam autorização das principais bandeiras do mercado (Mastercard e Visa) para atuar como credenciadoras no território brasileiro. Até que, em julho do mesmo ano, o conselho atendeu aos pedidos das entidades de comerciantes brasileiros e definiu o fim da exclusividade de processamento das bandeiras (G1, 2010), permitindo que outras companhias pudessem passar a realizar transações com cartões e dando início à criação de um oligopólio. Tal medida agiliza a entrada da PagSeguro nesse mercado - ainda como BRPay - e a criação da Stone nos anos seguintes.

Mesmo depois dessa atuação decisiva, o CADE ainda se mostra uma entidade fundamental no contexto das duas companhias analisadas por avaliar diversas aquisições realizadas por ambas as firmas ao longo dos últimos anos.

Além do CADE, a instituição mais importante da economia brasileira que tem influência direta no mercado das adquirentes é o Banco Central do Brasil (Bacen). Através da emissão de circulares e resoluções que determinam as regras e as diretrizes para essas empresas, ele também fiscaliza o mercado de maneira geral a fim de regular a atuação das suas empresas. Dois bons exemplos referentes à sua atuação são a emissão da Circular nº 3.952/2019 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019) e da Resolução nº 4.734/2019 (BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2019). Enquanto a primeira diz respeito à maneira que os recebíveis devem ser registrados no Sistema Brasileiro de Pagamentos, a segunda institui novas regras para a comercialização de recebíveis entre os participantes do Sistema Brasileiro de Pagamentos.

Outro órgão que possui forte atuação no mercado de adquirência brasileiro é a Associação Brasileira das Empresas de Cartão de Crédito e Serviços (Abecs). Atuando como representante oficial do setor de meios eletrônicos de pagamento no Brasil, trabalha como instituidor de regras para o mercado com o intuito de aprimorar a atuação das companhias. Entre as atividades mais recentes de seu escopo está a Normativo nº21/2019 (ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DAS EMPRESAS DE CARTÃO DE CRÉDITO E SERVIÇOS, 2019) que estabeleceu regras para adequação das mensagens de retorno que as adquirentes deveriam implementar a fim de simplificar a comunicação com os *e-commerces* e seus compradores.

Também devemos citar um órgão extremamente importante para as adquirentes que trabalham com processamento de transações no meio digital que é o PCI Security Standards Council. Esse Conselho atua de forma independente no mercado a nível internacional e tem como objetivo desenvolver, aprimorar e implementar práticas e padrões de segurança para a proteção de dados de contas na internet. A partir da adoção de tais práticas pelas principais bandeiras do mercado, essas empresas tornaram uma convenção internacional obrigatória o acatamento de práticas que garantam que os dados sensíveis dos compradores como, por exemplo, o número completo do cartão e o *Card Verification Value* (CVV) sejam trafegados de maneira criptografada.

#### 4.5.2 Impostos

O Estado brasileiro também tem influência direta na operação das adquirentes do país. Os impostos federais, estaduais e municipais interferem direta ou indiretamente na precificação das companhias, uma vez que podem incidir na própria prestação de serviços das mesmas ou na operação dos clientes dessas empresas.

Entre os principais impostos que incidem diretamente nas operações dessas companhias podemos destacar o Imposto sobre Serviços (ISS), de caráter municipal, e o Imposto sobre Mercadorias e Serviços (ICMS), de caráter estadual, que são pagos por toda pessoa jurídica prestadora de serviços, além do Imposto de Renda (IR) e a Contribuição Social (ambos federais). Em relação aos indiretos, ressaltam-se três tributos federais: o Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), o PIS que tem como finalidade a contribuição para com o Programa de Integração Social e o COFINS que tem como fim a Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social. Estas três tarifas incidem nas áreas de serviços, indústria e comércio e, por afetarem a formação de preços dos principais clientes das adquirentes, podem interferir na propensão do público em geral em comprar nessas companhias através de um choque negativo de demanda e, indiretamente, pressionar a oferta de preços das adquirentes.

#### 4.5.3 Sazonalidade, datas festivas e eventos atípicos

O mercado de adquirência ao redor do mundo está diretamente ligado ao setor de varejo dos seus respectivos países. Consequentemente, essas adquirentes desfrutam do sucesso de vendas dessas companhias em datas festivas ao redor do mundo e de acordo com a peculiaridade de cada mercado.

Dentre as principais datas festivas para o varejo brasileiro nos últimos anos estão o dia das mães (maio), *Black Friday* (novembro) e o Natal (dezembro). Tais datas representam um peso relevante na precificação dos serviços de adquirência, uma vez que, dependendo da área de atuação de cada companhia cliente de uma adquirente, ela pode ter um pico de vendas em alguma data específica ou até em períodos diferentes no ano. Podemos trazer como exemplo as empresas de turismo que têm maior atividade durante os meses que antecedem os períodos de alta temporada anuais e até as empresas de

tecnologia que se preparam e montam estoques específicos para promoções na *Black Friday*. Sendo assim, os meios de pagamento também levam em consideração além do segmento da empresa, do seu histórico de vendas e entre outros fatores, essas ocasiões para formar o preço que melhor reflita a realidade dessas companhias e que seja mais atraente que as demais concorrentes.

Assim como a sazonalidade das empresas e os eventos anuais que podem impactar na sua precificação, não pode-se deixar de ressaltar o impacto que fenômenos como pandemias locais ou globais do mesmo porte que pandemia do novo coronavírus (Sars-Cov-2) trouxe para empresas dos mais diferentes segmentos ao redor do mundo. O impacto nas adquirentes pode acontecer de distintas maneiras: redução da demanda de diversas indústrias e consequentemente menor quantidade de consumo, redução na produção das indústrias de produtos essenciais para a operação das empresas, aumento das despesas com trabalhadores, entre outros diversos impactos que podem alterar a operação das *fintechs*.

#### **4.5.4 Bandeiras e Emissores de cartões**

Assim como identificado anteriormente, as bandeiras de cartões e os seus emissores têm influência direta na precificação dos serviços tanto de PagSeguro quanto de Stone. Mudanças de taxas e a criação de novas regras e, consequentemente, novas multas são fatos que as adquirentes devem se preparar enquanto estiverem em operação.

Uma vez que as taxas dos bancos e das bandeiras estão inclusas dentro do preço cobrado pelas adquirentes, qualquer variação positiva no valor da tarifa desses participantes pode acarretar em um aumento no valor total cobrado dos comerciantes. Apesar dessas mudanças impactarem o mercado de aquisição como um todo, os preços não necessariamente aumentarão para todos os concorrentes, visto que sempre haverá a possibilidade destas empresas optarem por internalizar estes custos e não repassarem aos seus clientes.

Há de se ressaltar que além da alteração do valor das taxas praticadas no *fee* das bandeiras, elas também são responsáveis, desde a criação da rede de pagamentos por cartão, por parte da estrutura tecnológica de toda a comunicação entre seus participantes. Dessa maneira, ao longo dos últimos anos foi-se instituído um poder regulador às próprias bandeiras e isso faz com que elas criem regras e delimitem a atuação de alguns *players* nessa cadeia.

Essa delimitação acontece por meio de comunicados onde são informados ao mercado novas regras às quais devem se submeter os demais participantes da cadeia e também as condições de não atendimento dessas regras: multas, sanções e até banimentos em casos extremamente graves. Naturalmente esse ponto é de preocupação para toda a empresa que trabalha com adquirência porque, há uma relação de dependência quanto ao acesso às bandeiras mais comuns no mercado. Se uma adquirente sofre uma sanção e perde o acesso à alguma bandeira, sua cobertura diminui e isso acarreta em severas perdas que influenciam no balanço financeiro como um todo, mas também na sua estratégia de precificação.

#### **4.5.5 Taxa básica de juros**

O Sistema Especial de Liquidação de Custódia é a principal ferramenta monetária do Bacen para condução da economia do Brasil. A Selic, como a taxa básica de juros do país, influencia diretamente na precificação de ativos, títulos, serviços financeiros e também na precificação dos serviços das adquirentes.

A influência direta que a Selic possui na composição do preço das adquirentes está diretamente ligada ao serviço de antecipação de recebíveis. Tendo em vista que esse serviço é classificado como uma cessão de crédito, ele também é afetado pela volatilidade da taxa que, entre outras funções, define o acesso ao crédito de pessoas físicas e jurídicas em instituições bancárias. Um aumento na taxa Selic eleva o custo de captação dos bancos e isso faz com que eles repassem esse aumento do custo para as taxas cobradas em seus produtos de crédito.

A Selic também influencia indiretamente as adquirentes, já que a sua oscilação pode incentivar ou desincentivar o consumo. O aumento da taxa de juros causa um aumento nos juros cobrados pelos bancos em produtos como os de empréstimo e também na taxa de juros dos cartões. Dessa maneira, com um custo mais alto nas taxas cobradas pelos bancos, os consumidores ficam menos propensos a gastar com compras a prazo e reduzem o nível de seu consumo. O efeito contrário é observado quando o Banco Central realiza uma redução na taxa e, com isso, os produtos que dependem dessa taxa têm seus custos e, consequentemente, preços reduzidos.

#### **4.5.6 Concorrência**

Assim como todo mercado em que não há a presença de um monopólio ou duopólio, PagSeguro e Stone, por estarem inseridas em um oligopólio, não são as únicas companhias dessa indústria. Assim como mencionado anteriormente, tendo em vista que há cada vez mais empresas atuando como adquirentes, o aumento da competição tende a ser inversamente proporcional aos preços praticados. Considerando que os principais produtos das companhias são a antecipação de recebíveis e o processamento de transações com cartão, as empresas buscam pela minimização extrema dos custos nestas operações, buscam por novas ferramentas e soluções financeiras que visem ter custos mais baixos e que permitam uma redução nos preços praticados sem influência nas margens de lucro de seus produtos e serviços.

## 5. Conclusões e recomendações para novos estudos

As estratégias de PagSeguro e Stone pela disputa cada vez mais acirrada por novos clientes passa, invariavelmente, pelo planejamento de seus principais produtos: aquisição e antecipação. Receitas, lucros e aumento da base de clientes somente podem ser esperados a partir da definição e aplicação de uma política sólida de precificação. Conhecer bem os atores que influenciam direta ou indiretamente o mercado de aquisição como um todo, mas especificamente aqueles que podem e irão afetar a formação de preço dos seus serviços é uma das principais táticas que estas duas empresas empregam para se manterem competitivas e conseguirem resultados positivos em um mercado tão disputado. Com o objetivo inicial de esclarecer a participação de alguns dos principais protagonistas do mercado de meios de pagamento no processo de precificação dos serviços de aquisição e antecipação de recebíveis, este estudo trouxe conceitos específicos de um mercado crescente, de participação relevante na construção do Produto Interno Bruto do país e que, cada vez mais, terá a atenção de comerciantes, profissionais do segmento, pesquisadores, estudantes e da população.

Assim como afirmam Nagle e Hogan (2008, p.167), foi possível identificar que as adquirentes não apenas consideram os custos que possuem para formar seus preços. Levando em consideração a característica de um mercado com grande concorrência e, conseqüentemente, margens de lucro enxutas nos preços, os custos com taxa de intercâmbio e *fees* das bandeiras têm papel primordial nessa etapa. Entender o escopo de atuação dos reguladores e demais participantes do mercado foi uma das principais estratégias para um rápido crescimento de PagSeguro e Stone. Ao analisar como esses *stakeholders*, cada um à sua maneira, podem influenciar a estratégia de preços destes serviços, é possível garantir que os riscos de exposição às mudanças impostas pelo mercado e pelos seus atores podem ser mitigados ao máximo.

O dinamismo do mercado de aquisição é um desafio à parte para as empresas que atuam nesse segmento e para aquelas que visam adentrar nesse setor. Influência da taxa de juros, regulação do mercado pelo governo brasileiro, novas regras das bandeiras dos cartões e sazonalidade na operação dos clientes são alguns dos diversos fatores que compõem o dia a dia destas duas companhias. Dentre os elementos com grande capacidade de trazer volatilidade aos preços



dos serviços destas empresas e que, pela sua importância nesse assunto, pode ser estudado mais profundamente é a taxa de juros e seu impacto na demanda pelo serviço de antecipação de recebíveis. Uma análise aprofundada sobre o tema pode trazer informações importantes sobre o perfil dos comerciantes tomadores de crédito e da sua suscetibilidade à variação de preços na oferta desse serviço.

Espera-se que o trabalho tenha trazido mais visibilidade não só quanto à relevância do tema da precificação nas empresas, mas também quanto ao mercado brasileiro de aquisição. Ao mesmo tempo, espera-se que esta pesquisa contribua na aproximação entre a esfera acadêmica e as empresas que dependem destes serviços com o intuito de trazer mais conhecimento sobre o tema.

## 6. Referências Bibliográficas

ARROYO, P.; BRETAS, V. Uma pedra de US\$ 7 bilhões. **ISTOÉ Dinheiro**, São Paulo, 26 de out. de 2018. Disponível em: <<https://www.istoedinheiro.com.br/uma-pedra-de-us-7-bilhoes/>>. Acesso em: 17 de out. de 2021.

ASSEF, R. **Manual de gerência de preços: do valor percebido pelo consumidor aos lucros da empresa**. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs). **Meios eletrônicos de pagamento - balanço 2019**. São Paulo, 2020. Disponível em <<https://api.abecs.org.br/wp-content/uploads/2020/04/Balanc%CC%A7o-do-setor-2019.pdf>>. Acesso em: 16 de outubro. 2021.

Associação Brasileira das Empresas de Cartões de Crédito e Serviços (Abecs). **Normativo nº21**, de 1 de setembro de 2019. Dispõe sobre a equalização dos códigos de mensagens que serão disponibilizadas aos estabelecimentos comerciais em transações de pagamento negadas, e dá outras providências. São Paulo, 2019. Disponível em <<https://api.abecs.org.br/wp-content/uploads/2019/09/Normativo-021.pdf>>. Acesso em: 16 de outubro. 2021.

BAKER, Walter L; MARN, Michael V; ZAWADA, Craig C. *The Price Advantage*. 1. ed. Nova Jérsei: McKinsey & Company. 2004.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Circular nº 3.952, de 27 de junho de 2019. Dispõe sobre o registro de recebíveis decorrentes de transações no âmbito de arranjo de pagamento baseado em conta pós-paga e de depósito à vista integrante do Sistema de Pagamentos Brasileiro. **Diário Oficial da União**: seção 1, Brasília, DF, edição 124, p. 143, 01 de jul. de 2019.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Resolução nº 4.734, de 27 de junho de 2019. Disponível em: <<https://www.in.gov.br/web/dou/-/resolucao-n-4.734-de-27-de-junho-de-2019-180690293>>. Acesso em: 17 de out. de 2021.

BERNARDI, Luiz A. **Política e formação de preços: uma abordagem competitiva sistêmica e integrada**. Luiz Antonio Bernardi. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1998.

DeGennaro, P. Credit Card Processing: A Look Inside the Black Box. **American Economic Review**, v. 91, n. 1, p. 27-42, 2006.

DORNBUSCH, R.; FISCHER, S.; STARTZ, R. **Macroeconomia**. 11. ed. São Paulo: AMGH, 2013.

FUENTES, E. **Distrito Fintech Report**. São Paulo: 2020. Acessado em 15 de novembro de 2020. [https://rdstation-static.s3.amazonaws.com/cms%2Ffiles%2F65883%2F1593523598FinTech\\_Report\\_2020\\_v7.pdf?utm\\_campaign=resposta\\_automatica\\_da\\_landing\\_page\\_dataminer\\_fintech\\_report\\_-\\_edicao\\_2020&utm\\_medium=email&utm\\_source=RD+Station](https://rdstation-static.s3.amazonaws.com/cms%2Ffiles%2F65883%2F1593523598FinTech_Report_2020_v7.pdf?utm_campaign=resposta_automatica_da_landing_page_dataminer_fintech_report_-_edicao_2020&utm_medium=email&utm_source=RD+Station)

KOHLI, C.; SURI, R. **The price is right? Guidelines for pricing to enhance profitability**. Business Horizons, v. 54, n. 6, p. 563–573, 2011.

KRUGMAN, P.; WELLS, R. **Introdução à economia**. 1. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007.

MACHADO, T. B.; RIBEIRO, A. M. Antecipação de recebíveis nos bancos vrs factorings: uma análise das diferenças entre as taxas cobradas e suas possíveis causas. **Revista Catarinense de Ciência Contábil**, Florianópolis, v. 17, n. 51, p. 23-40, 2018.

MANKIW, N. G. **Introdução à economia**. 1. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2009.

MONTEIRO, Gustavo Vicentini; ARMOND, Álvaro Cardoso (Orient.). **Adquirência no comércio eletrônico**. 2012. 87 f. TCCP (Especialização em gestão de negócios - CBA) - Insper, São Paulo, 2012.

NACHMIAS, D.; NACHMIAS, C. **Research methods in the social sciences**. 4. ed. New York: St. Martin, 1992.

NAGLE, T. T.; HOLDEN, R. K. **Estratégias e táticas de preços**. 4. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2008.

NASCIMENTO, N. P. F. Estudo sobre as empresas integradoras de pagamentos online: as vantagens e os riscos para o comércio eletrônico. **REFAS: Revista FATEC Zona Sul**, v. 1, n.2, 2015

PAGSEGURO. Demonstração financeira padronizada, 2021. PagSeguro, 2021. Disponível em: <<https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/d1c190f7-52c1-4663-aa9f-0e0141aa5e3c/d94a2fed-6f1a-10e1-12d9-90188d9aa918?origin=1>>. Acesso em: 17 de out. de 2021.

PagSeguro, do UOL, levanta US\$ 2,3 bilhões em IPO em Nova York. InfoMoney, São Paulo, 24 de jan. de 2018. Disponível em: <<https://www.infomoney.com.br/mercados/pagseguro-do-uol-levanta-us-23-bilhoes-em-ipo-em-nova-york/>>. Acesso em 17 de out. de 2021.

SILVA, A. C. A importância econômica do factoring. **Revista Da Câmara Oficiais de Contas**, n.112, p. 51-55, 2009.

SOBRAL, F.; PECI, A. **Administração. Teoria e prática no contexto brasileiro**. 1. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2008.

STONE. Demonstração financeira padronizada, 2021. Stone, 2021. Disponível em: <<https://investors.stone.co/static-files/1f577164-b652-495b-b455-2083fd1e72f9>>. Acesso em: 17 de out. de 2021.

STONE. [Site institucional]. Disponível em: <<https://www.stone.com.br/porque-stone/>>. Acesso em: 10 de out. de 2021.

Termina exclusividade das máquinas de cartão de crédito. **G1**, São Paulo, 01 de jul. de 2010. Disponível em: <<http://g1.globo.com/economia-e-negocios/noticia/2010/07/termina-exclusividade-das-maquinas-de-cartao-de-credito.html>>. Acesso em: 16 de out. de 2021.

United States Securities and Exchange Commission. **Form F-1 Registration Statement under the securities act of 1933 - PagSeguro Digital Ltd.** Washington, D.C., Dec. 2017. Disponível em: <<https://dd7pmep5szm19.cloudfront.net/2495/0001193125-17-378788.htm>>. Acesso em: 09 de out. de 2021.

United States Securities and Exchange Commission. **Form F-1 Registration Statement under the securities act of 1933 - StoneCo Ltd.** Washington, D.C., Oct. 2018. Disponível em: <<https://investors.stone.co/node/6126/html>>. Acesso em: 09 de out. de 2021.

VISA. **REGULAMENTO DOS ARRANJOS DE PAGAMENTO DA VISA DO BRASIL.** São Paulo, 2017.

YIN, R. K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2001.