UNIVERSIDADE FEDERAL DE PERNAMBUCO

CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS

FACULDADE DE DIREITO DE RECIFE

LUCAS PEREIRA FERNANDES DA SILVA

ANÁLISE DO PROCESSO ITAÚ UNIBANCO E XP INVESTIMENTOS:

CADE e BACEN, desbancarização, *maverick* e mercado de dois lados

Recife

2020

LUCAS PEREIRA FERNANDES DA SILVA

ANÁLISE DO PROCESSO ITAÚ UNIBANCO E XP INVESTIMENTOS:

CADE e BACEN, desbancarização, *maverick* e mercado de dois lados

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito de Recife, do Centro de Ciências Jurídicas, da Universidade Federal de Pernambuco, como parte dos requisitos parciais para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Área de Concentração: Direito Econômico.

Orientador: Prof. Sady D'Assumpção Torres Filho

Recife

2020

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do programa de geração automática do SIB/UFPE

Silva, Lucas Pereira Fernandes da.
Análise do processo Itaú Unibanco e XP Investimentos: CADE e BACEN, desbancarização, maverick e mercado de dois lados / Lucas Pereira Fernandes da Silva. - Recife, 2020.
84 p., tab.

Orientador(a): Sady D'Assumpção Torres Filho
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade Federal de Pernambuco, Centro de Ciências Jurídicas, Direito - Bacharelado, 2020.
Inclui referências.

1. Direito Econômico. 2. Ato de Concentração XP Investimentos e Itaú Unibanco. 3. Concorrência dinâmica. 4. Eliminação de maverick. 5. Mercado de dois lados. I. Torres Filho, Sady D'Assumpção. (Orientação). II. Título.

340 CDD (22.ed.)

LUCAS PEREIRA FERNANDES DA SILVA

ANÁLISE DO PROCESSO ITAÚ UNIBANCO E XP INVESTIMENTOS:
CADE e BACEN, desbancarização, *maverick* e mercado de dois lados

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado à Faculdade de Direito de Recife, do Centro de Ciências Jurídicas, da Universidade Federal de Pernambuco, como parte dos requisitos parciais para a obtenção do título de Bacharel em Direito.

Aprovado em: 16/09/2020

BANCA EXAMINADORA

_____

Prof. Sady D'Assumpção Torres Filho (Orientador)

Universidade Federal de Pernambuco

_____

Prof. Dr. Ivanildo de Figueiredo Andrade de Oliveira Filho (Examinador Interno)

Universidade Federal de Pernambuco

_____

Profa. Dra. Maria Antonieta Lynch de Moraes (Examinadora Interna)

Universidade Federal de Pernambuco

Dedico este trabalho à minha família pelo amor incomensurável.

AGRADECIMENTOS

À minha família, especialmente aos meus pais, pelo apoio e esforço, sem os quais não seria possível realizar este trabalho.

Aos amigos que me acompanham cotidianamente desde o Colégio Marista São Luís de Recife e, também, aos colegas de trabalho que viraram amigos na PRFN-5.

Ao professor Sady D'Assumpção Torres Filho, pelas aulas ministradas na Faculdade de Direito de Recife, nas quais tive o contato com o Direito Econômico, e, principalmente, pela sua indispensável orientação para esta monografia.

RESUMO

O presente trabalho tem por objeto o Ato de Concentração XP Investimentos e Itaú Unibanco. As operações de concentração envolvendo instituições financeiras devem ser submetidas às autarquias antitruste e monetária, estando a eficácia condicionada à autorização de ambas. Analisou-se o processo transitado no CADE, sem prejuízo do exame da decisão do BACEN. O CADE defende previamente a concorrência pelo controle de estruturas do mercado, evitando a formação da posição dominante. Sob o prisma da Ciência do Direito Econômico, constatou-se a matriz da estrutura concentrada e conglomerada do setor bancário brasileiro. Em 2011, a XP Investimentos passou a exercer uma concorrência dinâmica ou schumpteriana via a primeira plataforma de investimentos de arquitetura aberta do Brasil, operacionalizada em um mercado de dois lados, contrapondo-se à arquitetura fechada dos bancos tradicionais. A migração do fluxo de investimentos dos bancos tradicionais para as plataformas abertas é denominada de desbancarização. Logo após anunciar a intenção de realizar um IPO na B3, o Itaú Unibanco adquiriu a XP Investimentos, submetendo-se ao crivo do CADE e do BACEN. A análise tradicional do CADE foi complementada para abarcar o viés defensivo da aquisição da empresa *maverick,* XP Investimentos, pelo maior banco privado do Brasil, Itaú Unibanco, e as peculiaridades do mercado de dois lados, oriundas da interdependência das demandas. O CADE aprovou a concentração condicionada ao Acordo em Controle de Concentrações, cujas restrições estão centradas na manutenção da independência da maverick e nos efeitos de rede. O BACEN aprovou a concentração condicionada ao Acordo em Controle de Concentrações, mas foi mais rigoroso na eliminação e autonomia da *maverick* ao exigir a reestruturação do contrato de compra e venda e ao vedar as requerentes de adquirirem plataformas abertas, evitando um contramovimento de rebancarização dos incumbentes tradicionais e o incremento dos efeitos de rede da XP Investimentos por F&A. O Grupo XP retomou o plano original de angariar capital via IPO, todavia, na Nasdaq, reestruturando-se na XP Inc., criada nas Ilhas Cayman, permitindo-lhe emitir ações sem perder o poder de controle majoritário. Conclui-se que: a aprovação da concentração analisada é eficaz; deve-se readequar o instrumental antitruste para abarcar a interdependência das demandas das plataformas de múltiplos lados; os remédios do CADE e do BACEN foram suficientes para preservar a concorrência dinâmica e preservar o movimento de desbancarização; a colaboração das autarquias é fundamental.

Palavras-chave: CADE e BACEN; Ato de Concentração XP Investimentos e Itaú Unibanco; desbancarização; concorrência dinâmica; eliminação de maverick; mercado de dois lados.

ABSTRACT

The present paper analysis XP Investimentos and Itaú Unibanco merger. Financial institutions mergers must be submitted to Brazilians antitrust and monetary authorities. The merger approvals rely on both of them. The CADE's procedure and the BACEN's decision were analyzed. CADE previously defends competition for the control of market structures, avoiding a dominant position. From the perspective of the Science of Economic Law, the matrix of the concentrated and conglomerate structure of the Brazilian banking sector was studied. In 2011, XP Investimentos began to exercise dynamic or Schumpterian competition via Brazil's first two-sided investment platform, in contrast to one-sided model of traditional banks. The migration of investment flows from traditional banks to two-sided platforms is called "unbanking". Soon after announcing the intention to hold an IPO in B3, Itaú Unibanco acquired XP Investimentos and subjected the merger to the scrutiny of CADE and BACEN. CADE's traditional analysis was complemented to encompass the defensive bias of a maverick acquisition, XP Investimentos, by the largest private bank in Brazil, Itaú Unibanco, and the two-sided markets features, fundamentally the customers interdependent demands. CADE approved the merger subject to an agreement to avoid its concerns, whose restrictions are centered on maintaining maverick's independence and on network effects. BACEN also approved the merger subject to an agreement to avoid its concerns, but was more severe by requiring the restructuring of the purchase and sale contract and prohibiting both from acquiring two-sided platforms, avoiding a countermovement of "rebanking" and also XP Investimentos to increase its network effects advantages by M&A. The XP Group resumed its original plan to raise capital via IPO, however, at Nasdaq, restructuring itself at XP Inc., created in Cayman Islands, allowing it to issue shares without losing majority control power. It is concluded that: the approval of the analyzed concentration is effective; the antitrust instruments must be readjusted to cover customer's interdependent demands of multi-sided platforms; CADE's and BACEN's remedies were sufficient to preserve dynamic competition and preserve the "unbanking" movement; the collaboration of local authorities is essential.

Keywords: CADE and BACEN; XP Investimentos and Itaú Unibanco's merger; "unbanking"; dynamic competition; maverick firm; two-sided market.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 10

2 CONSIDERAÇÕES SOBRE O SETOR FINANCEIRO NACIONAL 11

2.1 Mercados financeiros e Sistema Financeiro Nacional 11

2.2 Contextualização do processo de concentração do setor bancário brasileiro 15

2.2.1 Matriz: o período militar 15

2.2.2 Plano Real, consolidação dos bancos tradicionais e crise de 2008 16

2.3 O movimento de desbancarização no Brasil liderado pela XP Investimentos 19

3 ANÁLISE DO ATO DE CONCENTRAÇÃO XP INVESTIMENTOS E ITAÚ UNIBANCO NO CADE 23

3.1 O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência – SBDC 23

3.1.1 A estrutura e os escopos dos órgãos componentes do SBDC 23

3.1.2 A defesa da ordem econômica via controle de estrutura de mercado pelo CADE 23

3.2 Análise concorrencial do Ato de Concentração Itaú Unibanco e XP Investimentos no CADE 27

3.2.1 O trâmite processual do AC em análise no CADE 27

3.2.2 O contrato celebrado, o acordo de acionistas e a operação submetida ao CADE 29

3.2.3 As metodologias empregadas 30

3.2.4 Análise tradicional do AC XP Investimentos e Itaú Unibanco 31

3.2.4.1 Definição dos Mercados Relevantes 31

3.2.4.1.1 Dimensão Material 34

3.2.4.1.1.1 Os mercados relevantes de seguro habitacional, de vida e de corretagem de seguros 34

3.2.4.1.1.2 O mercado relevante de corretagem de valores 35

3.2.4.1.1.3 Os mercados relevantes de gestão e de administração de recursos de terceiros 36
3.2.4.1.1.4 O mercado relevante de previdência privada aberta 37
3.2.4.1.1.5 Distribuição de produtos de investimentos para o varejo 38
3.2.4.1.2 Dimensão Geográfica 41
3.2.4.2 Possibilidade do uso do poder de mercado 41
3.2.4.2.1 Sobreposições Horizontais 42
3.2.4.2.2 Integrações Verticais 43
3.2.4.2.3 Conclusão preliminar da análise tradicional 45
3.2.4.2.4 Análises antitrustes complementares 45
3.2.4.2.4.1 Empresa *maverick* 46
3.2.4.2.4.2 Mercado de múltiplos lados 49
3.2.4.3 Probabilidade do uso do poder de mercado 53
3.2.4.3.1 Barreiras à entrada 53
3.2.4.3.1.1 Legais e regulatórias 54
3.2.4.3.1.2 Economias de escala 55
3.2.4.3.1.3 Barreiras relacionadas ao mercado de dois lados 56
3.2.4.3.1.3.1 Efeitos de rede positivos e indiretos 56
3.2.4.3.1.3.2 Acesso aos ofertantes: *multihoming* 57
3.2.4.3.1.3.3 Acesso aos canais de distribuição: AAI 59
3.2.4.3.2 Rivalidade 61
3.2.4.4 Ponderações de eficiências 63
3.2.4.5 Julgamento do Ato de Concentração 63
3.2.4.5.1 A impugnação do Superintendente-Geral 63
3.2.4.5.2 A decisão do Tribunal do CADE 67
4 A DECISÃO DO BACEN: A EFICÁCIA DA APROVAÇÃO DO AC PELO CADE 69

4.1 Os Acordos em Controle de Concentração de ambas as autarquias: compromissos assumidos pelas partes 70

4.2 XP Inc.: o IPO do Grupo XP na Nasdaq 72

5 CONCLUSÕES 74

REFERÊNCIAS 80

1 INTRODUÇÃO

O presente trabalho tem por objeto o Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, realizado entre a XP Investimentos S.A e o Itaú Unibanco S.A, submetido ao CADE em julho de 2017 e aprovado, condicionado ao cumprimento do ACC celebrado entre as partes e o órgão, em março de 2018.

O Memorando de Entendimentos de 2018 assinado entre o CADE e o BACEN condiciona a eficácia da concentração à autorização de ambos[1-2]. Por tal razão, a decisão do BACEN – ao qual também compete zelar pela concorrência entre instituições financeiras[3] – integra o escopo do trabalho. Portanto, analisa-se o processo transitado no órgão concorrencial brasileiro, sem prejuízo do exame da decisão do BACEN com o fito de determinar a eficácia da decisão do CADE.

O caso em questão demanda uma metodologia antitruste complementar à análise tradicional – cujo foco é no *market share* dos *players* –, em razão da concorrência dinâmica exercida pela XP Investimentos através da inovação da primeira plataforma aberta de investimentos no Brasil. Neste sentido, a *maverick* lidera o movimento de desbancarização, consistente na migração do fluxo de investimentos dos consumidores de varejo dos bancos tradicionais para plataformas abertas. Assim, a princípio, a aquisição denota o viés defensivo da operação via eliminação da *maverick* pelo maior banco privado do país, o Itaú Unibanco.

Estrutura-se o trabalho em cinco capítulos. Após esta introdução, o segundo visa contextualizar o setor bancário brasileiro; o terceiro analisa o processo no CADE; o quarto averigua a eficácia da decisão do CADE e realiza um cotejo com a do BACEN; e o último está reservado para considerações finais. Utilizou-se a técnica bibliográfica e o método dedutivo para a realização desta monografia.

---

[1] O CADE e o BACEN acordaram no Memorando de Entendimentos a disciplina da análise dos Atos de Concentração que envolva instituições financeiras. A cláusula 3.1 do Memorando de Entendimentos dispõe que: "O BCB poderá aprovar unilateralmente atos de concentração envolvendo instituição financeira, sempre que aspectos de natureza prudencial indiquem haver riscos relevantes e iminentes à solidez e à estabilidade do SFN". O BACEN não identificou problemas prudenciais na aquisição da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco que ocasionassem uma disfunção da moeda. Cumpre ressaltar que ambas as autarquias se comprometeram a trabalhar junto ao Congresso Nacional para positivar normas jurídicas do PLS 350/2015 que dirime legislativamente o conflito de competência que transita no STF (RE 664189).

[2] Vide cláusula 2.3 e 2.5: "A eficácia dos atos de concentração envolvendo instituições financeiras fica condicionada à autorização de ambas as autarquias, [...]" e "As partes se comprometem a criar mecanismos de cooperação técnica e a trocar informações, [...]", respectivamente. Este é o primeiro ato de concentração analisado após a assinatura do Memorando de Entendimentos.

[3] A Lei nº 4.595/64 confere a função de zelar pela concorrência ao BACEN: "Art. 18, § 2º. O Banco Central da Republica do Brasil, no exercício da fiscalização que lhe compete, regulará as condições de concorrência entre instituições financeiras, coibindo-lhes os abusos com a aplicação da pena nos termos desta lei".

2 CONSIDERAÇÕES SOBRE O SETOR FINANCEIRO NACIONAL

A análise do AC entre a XP Investimentos e o Itaú Unibanco sob a perspectiva da Ciência do Direito Econômico reclama a contextualização do setor financeiro em que as requerentes atuam bem como considerações sobre a evolução da estrutura do respectivo setor.

2.1 Mercados financeiros e Sistema Financeiro Nacional

A atividade econômica consiste no conjunto de relações e instituições socialmente desenvolvidas para contornar o problema econômico oriundo da infinidade das necessidades humanas e da escassez dos bens econômicos aptos a satisfazê-las[4]. Diferentemente do setor real – onde o valor de uso ou valor intrínseco do bem é destacado – o setor financeiro lida com o valor de troca[5]; em outras palavras, os ativos financeiros têm natureza diversa dos ativos reais, designados à produção de bens ou serviços aptos a satisfazerem as necessidades humanas[6].

As transações do setor financeiro têm por elemento os ativos financeiros, como a moeda corrente e outros títulos de crédito, que "destinam-se à liquidação de transações, à manutenção precaucional de reservas de alta liquidez e às aplicações especulativas."[7]

O setor financeiro pressupõe não só a utilização da moeda como instrumento de troca[8], mas também a existência de agentes superavitários e deficitários e de bases institucionais para a criação dos intermediários financeiros[9-10].

---

[4] NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia: Introdução ao Direito Econômico*. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005, p. 30.

[5] Sumariamente, há um consenso entre os economistas ocidentais na adoção da teoria marginalista do valor econômico, o qual comporta duas dimensões: uma dimensão individual, referente ao valor de uso ou valor intrínseco, que é dado pelo usufruto do bem econômico e a respectiva satisfação da necessidade humana; e outra dimensão social, referente ao valor de troca, onde a mercadoria teria como função precípua a troca em vez do usufruto. Assim, o setor real lida com o valor de uso ao passo que o setor financeiro lida com o valor de troca. Convém destacar que não se trata de uma classificação, coexistindo ambas. Cf. Ibid., p. 45-55.

[6] ROSSETTI, José Paschoal. *Introdução à Economia*. 20. ed. São Paulo: Atlas, 2003, p. 627.

[7] Ibid, p. 628. GALVÃO, Alexandre *et al*. *Mercado financeiro: uma abordagem prática dos principais produtos.* Rio de Janeiro: Elsevier, 2006, p.2.

[8] A troca indireta biparte a troca direta e, assim, a adoção da moeda elimina o inconveniente pressuposto da reciprocidade das necessidades no sistema de escambo. Pontue-se que a função precípua da moeda é intermediar as trocas econômicas e, para tanto, ela deve preservar seu valor econômico, permitindo uma futura aquisição de algum bem de valor econômico equivalente. Neste sentido, uma terceira função também se destaca: a moeda funciona como a métrica do próprio valor econômico através do preço. NUSDEO, 2005, p. 50, 51 e 52.

[9] Tratam-se das três condições da intermediação financeira segundo Gurley e Shaw em *Money in a Theory of Finance*, Washington: Brookings Institution, 1960 apud GALVÃO, Alexandre *et al*, op. cit., p. 4**.**

[10] Interessa observar que não é apenas o setor financeiro que depende de bases institucionais para funcionar, conforme Eros Roberto Grau elucida ao citar Natalino Irti: "o mercado não é uma instituição espontânea, natural – não é um *locus naturalis* – mas uma instituição que nasce graças a determinadas reformas institucionais, operando com fundamento em normas jurídicas que o regulam, o limitam, o conformam; é um *locus artificialis*." IRTI, Natalino. *L'Ordine Giuridico del Mercato,* 3ª ed., 1998 apud GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 19ª ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros, 2018, p. 27.

Verificado tal quadro, os intermediários financeiros captariam o excedente dos agentes superavitários e o alocariam para os deficitários[11-12]. Logicamente, os juros cobrados aos tomadores de empréstimos devem superar a taxa de captação paga aos superavitários para que o empreendimento seja lucrativo[13]. A diferença entre a taxa de aplicação em empréstimos ou financiamentos e a taxa de captação corresponde ao *spread* bancário[14].

As instituições bancárias são altamente reguladas devido à função intermediadora, à criação de moeda escritural e à sujeição às crises bancárias[15]. Evidentemente, a atividade financeira típica é arriscada: a inadimplência das aplicações bancárias pode comprometer os recursos do banco para cumprir com suas obrigações perante os clientes com os quais os recursos foram captados[16]. Ainda, a notícia da dificuldade do banco pode ocasionar uma "corrida bancária" dos depositantes para retirarem seus depósitos em razão do sistema de reserva fracionária – neste apenas uma fração dos depósitos é reservada ao saque.

A situação descrita, de insolvência de um banco, pode se agravar levando-o à bancarrota e ao contágio real dos demais bancos em razão dos empréstimos interbancários com o banco insolvente[17]. Este efeito sistêmico dispensa um fundo verídico, o mero rumor de dificuldade financeira de um banco pode ocasionar uma corrida bancária e deflagrá-lo[18].

---

[11] ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 14. ed., São Paulo: Atlas, 2018, p. 29.

[12] Ibid. p. 37. "(...) parte deste depósito pode ser aplicada sob a forma de empréstimo a um tomador de recursos, a instituição passa a influir na quantidade de moeda em circulação. Troca, em outras palavras, um passivo (depósito à vista) por um direito (empréstimo a receber), criando moeda." A capacidade aqui descrita limita-se aos bancos de carteira comercial ou múltipla, autorizados a receber depósitos à vista.

[13] BACEN. *Juros e Spread Bancário*. 2016, p. 10: "A taxa de captação é a remuneração paga pelas instituições financeiras em aplicações financeiras - caderneta de poupança, Certificado de Depósito Bancário (CDB), etc-, com o objetivo de captar recursos para conceder empréstimos." Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/publicacoes/serie_pmf/FAQ%2001-Juros%20e%20Spread%20Banc%C3%A1rio.pdf. Acesso em: 16 maio 2020.

[14] Ibid., p. 11. "O *spread* bancário é a diferença, em pontos percentuais (p.p.), entre a taxa de juros pactuada nos empréstimos e financiamentos (taxa de aplicação) e a taxa de captação."

[15] PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro*. 2011. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011, p. 1.

[16] ASSAF NETO, op. cit., p. 38. "Pela experiência, os bancos observaram a reduzida probabilidade de que todos os seus depositantes viessem a sacar seus fundos ao mesmo tempo e, dado o objetivo do lucro inerente à atividade empresarial, passaram a aplicar parte desses recursos junto aos agentes deficitários de caixa."

[17] MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*. Dissertação de mestrado. São Paulo: USP, 2014, p. 17 e 29. Cf. PINTO, 2011, p. 48. O sistema de reserva fracionária é responsável pela criação de moedas pelos bancos, mas o governo o controla através dos depósitos compulsórios. Ademais, para atender os requisitos regulatórios impostos no final do dia, os bancos atuam conjuntamente e em rede via empréstimos interbancários.

[18] NUSDEO, 2005, p. 157. A propagação de uma bancarrota é classificada de "externalidade negativa", porquanto o agente econômico em questão é prejudicado por um fato externo à sua esfera jurídica e do qual não lhe cabe indenização. PINTO, op. cit., p. 60: "Já as externalidades negativas ocorrem quando um indivíduo ou firma, ao tomar uma decisão, não tem que arcar com o custo integral decorrente daquela decisão."

Em razão dos efeitos nefastos de uma crise bancária e de sua aptidão para contagiar outras instituições financeiras então saudáveis, as autoridades editam normas prudenciais, com o fito de evitar que as instituições financeiras se arrisquem demasiadamente, e sistêmicas, para controlar o efeito sistêmico da propagação de uma bancarrota[19].

Com efeito, os próprios bancos evitam a inadimplência. Os economistas neoclássicos justificam a sua existência por mitigarem as assimetrias de informação e os custos de transação envolvidos na avaliação e monitoramento do tomador de empréstimos; o que promove eficiências econômicas e aumenta a probabilidade de adimplemento[20].

Além do mercado creditício, os economistas costumam segmentar o setor financeiro em outros três principais mercados: monetário, cambiário e acionário[21]. Sumariamente, o mercado monetário lida com a liquidez na economia, evitando disfunções do valor econômico da moeda pelo controle do montante em circulação[22]. O cambiário possibilita à determinada economia adquirir bens econômicos de outros sistemas monetários ao cambiar moeda externa e interna[23].

Por fim, os agentes deficitários não dispõem apenas do mercado creditício via intermediação bancária para se capitalizarem: eles também podem recorrer ao mercado acionário para angariar capital comercializando suas próprias quotas acionárias na bolsa de valores e, em contrapartida, o acionista ganha pela valorização positiva da empresa e pela distribuição dos dividendos[24].

O setor financeiro está conectado ao setor real não apenas por meio da liquidação das transações econômicas pelos saldos bancários, mas também pela intermediação financeira, que viabiliza os empreendimentos dos agentes econômicos do setor real[25].

---

[19] PINTO, 2011, p. 1.

[20] Ibid., p. 22. MATTOS, 2014, p. 18. "A partir desse ponto, nota-se que se não existissem custos de transação e de obtenção de informação, não seriam necessários bancos." A assimetria de informação e os custos de transação estão ligados à contratação. *In casu*, o banco mitiga os custos do recolhimento e processamento de dados do possível tomador de empréstimo. Informações que, além de custosas, estão disponíveis assimetricamente entre os contratantes. Senão houvesse tais custos, o emprestador e o tomador transacionariam diretamente; mas, como há, a economia que o banco promoveria é justamente sobre tais despesas.

[21] Esta classificação adota o critério da natureza das operações desenvolvidas. GALVÃO, Alexandre *et al*, 2006, p.15; ROSSETTI, 2003, p. 635; e ASSAF NETO, 2018, p. 99.

[22] Ibid., p. 100. "O mercado monetário encontra-se estruturado visando ao controle da liquidez monetária da economia, e das taxas de juros fixadas pelas autoridades monetárias. (...) São negociados, principalmente, os papéis emitidos pelo Tesouro Nacional, com o objetivo de financiar o orçamento público (...)."

[23] ROSSETTI, op. cit., p. 638.

[24] Ibid., p. 637.

[25] Ibid., p. 632.

A possibilidade de canalização da poupança nacional para fomentar a industrialização chamou a atenção dos Estados Nacionais. Assim, segundo Mirandola[26]:

> O sistema bancário contemporâneo data, no entanto, do século XIX impulsionado pela revolução industrial. Nasceu centrado no papel dos Estados nacionais na organização dos Sistemas Financeiros Nacionais. No início, a atuação dos governos teve como principal característica a criação de um sistema que visaria a oferecer crédito para a industrialização.

A organização do Sistema Financeiro no Brasil ocorreu relativamente tarde, apenas no início do regime militar, com a promulgação da Lei nº 4.595/64, e foi marcada pela finalidade desenvolvimentista e pelo nacionalismo econômico[27-28].

O SFN foi estruturado com o CMN, como órgão de cúpula incumbido de estabelecer a política monetária e creditícia, e o BACEN, como executor da política determinada pelo primeiro e responsável por supervisionar as Instituições Financeiras[29].

Outros diplomas legislativos foram sendo somados à Lei Bancária e conjuntamente perfazem o atual arcabouço jurídico do SFN[30]. Além das questões relativas à moeda, crédito, capital e câmbio, o SFN abarca os mercados de seguros privados, de previdência complementar aberta e de capitalização, os quais têm o CNSP como órgão normativo e a Susep como órgão supervisor. Por fim, o mercado de previdência fechada também é regulado pelo SFN via o CNPC, órgão normativo, e a Previc, órgão supervisor[31].

O novo conjunto de normas jurídicas que entrava em vigor pelo Governo Militar atentou ao professor Konder Comparato, que, na obra *O Indispensável Direito Econômico*, publicada em 1965, relatou a importância e a distinção destas normas jurídicas: tratava-se de um novo ramo do Direito, cujas normas se caracterizam por instrumentalizarem políticas econômicas[32].

---

[26] MIRANDOLA, Carlos Maurício Sakata. *Globalização financeira e integração de mercados financeiros nacionais*. 2010. Tese (Doutorado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010, p. 34-5.

[27] A sistematização do setor financeiro foi planejada em 1945, pelo Decreto-Lei n. 7.293, de 2 de fevereiro de 1945, o qual instituiu a Sumoc no art. 1º para anteceder um futuro órgão bancário central. O Banco Central veio quase duas décadas depois, em 1964, instituído pela Lei Bancária.

[28] MIRANDOLA, op. cit., p. 45.

[29] PINTO, 2011, p. 66.

[30] Ibid., p. 64.

[31] Disponível em: https://www.bcb.gov.br/pre/composicao/composicao.asp?frame=1. Acesso em: 16 maio 2020.

[32] COMPARATO, Fábio Konder. *O indispensável direito econômico*. Revista dos Tribunais: São Paulo, v. 353, p. 14 e ss., 1965. In: Ibid., *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 453-72. Especificamente, na página 465: "Essas e outras indagações não cessam de suscitar o problema de uma definição desse novo direito, (...). O caráter econômico da regulamentação é a primeira constatação que salta aos olhos; daí a sua denominação de *direito econômico* (...)." e "O novo direito econômico surge como o conjunto das técnicas jurídicas de que lança mão o Estado contemporâneo na realização de sua política econômica."

2.2 Contextualização do processo de concentração do setor bancário brasileiro

2.2.1 Matriz: o período militar

O processo de concentração do setor bancário brasileiro pode ser traçado desde o início do regime militar, em 1964, com a adoção declarada da política concentracionista para o setor bancário, conforme o Ministro da Fazenda à época Delfim Netto: "o governo tem a taxa de juros na mira e permanece muito atento aos desvios do processo. A fusão dos bancos faz parte dessa estratégia"[33-34]. A especialização dos bancos também fazia parte da política bancária[35], o escopo era formar bancos grandes e especializados para fomentar a indústria[36].

A concentração proporcionaria economias de escala[37], o que diminuiria o custo da intermediação financeira e proporcionaria uma maior e melhor alocação do crédito a uma taxa de juros menor[38]. Com efeito, houve uma significativa concentração no período militar; contudo, a estratégia primária de especialização tomou o rumo inverso: formaram-se grupos financeiros de fato no período, comumente construídos entorno de um Banco Comercial[39].

A economia brasileira cresceu exponencialmente entre 1969 e 1973, mas, o milagre econômico foi contido pela conjuntura internacional, especialmente pela crise do

---

[33] FOLHA DE SÃO PAULO, 16 abr. 1972. Disponível em: https://acervo.folha.com.br/leitor.do?numero=4361&anchor=4396468&origem=busca&pd=903970dc8e297bf4ee0fb4d921e2ee9e. Acesso em: 16 maio 2020. Antônio Delfim Netto foi ministro da Fazenda durante o regime militar entre 1969 e 1974 e, portanto, presidente do Conselho Monetário Nacional, conforme o art. 6º, I, da Lei 4.595/64: "Art. 6º O Conselho Monetário Nacional será integrado pelos seguintes membros: I - Ministro da Fazenda que será o Presidente; (...)".

[34] Cf: PINTO, 2011, p. 67. A indução ocorreu por meio de Circulares e Resoluções do CMN e BACEN. Inicialmente, limitou-se a criação de novos bancos e, paralelamente, a criação de novas agências pela Circular CMN 18, de 1965, reforçadas com a Resolução CMN 43 e Circular BACEN 67, ambas de 1966. Dessa forma, os bancos foram direcionados às fusões e aquisições, onde os bancos maiores foram adquirindo os menores. A partir de 1970, a estratégia da política bancária foi executada pela vedação de abertura de novas agências, conforme as Resoluções CMN 141, 200 e 266, de 1970, 1971 e 1973, respectivamente.

[35] MIRANDOLA, 2010, p. 50, "A estrutura financeira proposta pelas reformas de 1964/1967 tinha como característica a segmentação".

[36] Cf. MACARINI, João Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto conglomerado (1967-1973). *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 16, n. 3 (31), p. 343-369, dez. 2007. Disponível em: http://www.scielo.br/pdf/ecos/v16n3/03.pdf. Acesso em: 16 maio 2020. Octávio Bulhões, ministro da Fazenda de Castello Branco (1964-1967), concebeu a reforma bancária com especialização bancária, em vez de uma conglomeração entorno de um Banco Comercial. O ponto de inflexão ocorreu com Delfim Netto, com o surgimento de conglomerados financeiros. Quanto à política concentracionista, apoiada nos ganhos esperados de economias de escalas, foi iniciada com Bulhões e intensificada por Delfim Netto.

[37] CADE. *Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal*. 2016, p. 28. "Economias de escala: são reduções nos custos médios derivadas da expansão da quantidade produzida, dados os preços dos insumos".

[38] CAMARGO, Patrícia Olga. *A evolução recente do setor bancário no Brasil.* São Paulo: Cultura Acadêmica, 2009, p. 12. Disponível em: https://static.scielo.org/scielobooks/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf. Acesso em: 16 maio 2020. "Iniciou-se, dessa forma, um processo de concentração bancária (...). Muitos países, no entanto, não foram capazes de fornecer as condições necessárias para o pleno aproveitamento dos ganhos originados de economias de escala, escopo e financeiras, resultantes dos menores custos de captação de recursos."

[39] PINTO, 2011, p. 68.

petróleo em 1973 e 1979[40]. Neste cenário, os bancos brasileiros foram fortemente abalados, por exemplo, o Halles, que declarou insolvência em 1974, e o BUC, que quebrou em 1973[41]. O governo e o CMN intervieram para evitar a propagação de bancarrotas, como resultado, o setor bancário se tornou ainda mais concentrado ante os incentivos do governo à F&A das instituições bancárias em crise pelos bancos saudáveis; por exemplo, a solução adotada para o BUC, sétimo maior banco em termos de depósitos em 1973, foi sua absorção pelo Itaú[42].

Ao final do período militar a estrutura contemporânea do setor bancário brasileiro já estava formada: concentrada e conglomerada. Neste sentido, Pinto[43]:

> Na década de 1980, praticamente todo o mercado bancário-creditício brasileiro já era operado predominantemente por instituições financeiras organizadas sob a forma de conglomerados. Essa evolução reforçou e ampliou o poder dos grandes bancos privados como estruturas bancárias, (...). Essa é uma constatação relevante, na medida em que, apesar das mudanças ocorridas na década de 1990, esse quadro ainda representa, em grande medida, a matriz do atual perfil do setor bancário brasileiro.

Destarte, o regime militar legou juridicamente o Sistema Financeiro Nacional e estruturalmente o setor bancário concentrado e conglomerado. Neste sentido, a centralização bancária serviu como aparato para a implementação da política econômica concentracionista. Além da indução à F&A dos militares através do SFN, observou-se que as soluções adotadas pela autoridade monetária para conter as crises financeiras no período resvalaram no aumento da concentração no setor.

Do início do regime até a redemocratização o número de instituições bancárias caiu de 336 para 106[44], as quais se organizaram em conglomerados, uma situação de fato logo regularizada no início do período democrático pela Resolução CMN 1.524/88, que instituiu a figura do Banco Múltiplo[45].

2.2.2 Plano Real, consolidação dos bancos tradicionais e crise de 2008

A concentração bancária também marca a jovem democracia brasileira, especialmente a partir do Plano Real. O quadro inflacionário da época se agravou de 1988 até 1994, o que sujeitou o setor real aos seus efeitos nefastos ao passo que concedeu ao setor

---

[40] PINTO, 2011, p. 70.
[41] Ibid., p. 71.
[42] Ibid., p. 74. Tal operação ocorreu pela utilização do capital da reserva monetária nos prejuízos do banco insolvente BUC. Cumpre observar que a polêmica acerca do abuso da utilização dos recursos da reserva monetária, mormente por haver recurso do IOF, guarda relação com a redação original do inciso IV do art. 192 da CF/88: "VI - a criação de fundo ou seguro, com o objetivo de proteger a economia popular, garantindo créditos, aplicações e depósitos até determinado valor, vedada a participação de recursos da União".
[43] PINTO, op. cit., p. 83.
[44] Ibid., p. 69.
[45] Ibid., p. 76-77.

bancário um período áureo: o número de bancos no Brasil mais que dobrou em decorrência das receitas inflacionárias[46], saltando de 106, em 1988, para 246, em 1994[47].

O êxito do Plano Real, de 1994, cessou a hiperinflação e inviabilizou as vultosas receitas inflacionárias, que chegaram a corresponder a 87,3% das receitas bancárias, em 1993, passaram para 49,5%, em 1994, e caíram para 1,6%, em 1995[48]. A participação do setor financeiro no PIB caiu de 15,6%, em 1994, para 6,94%, em 1995[49].

O Poder Executivo e a autoridade monetária estavam atentos à repercussão da mudança do ambiente financeiro às instituições bancárias, as quais foram fortemente abaladas. O BACEN decretou intervenção no Banco Econômico e no Banco Nacional, sétimo e quarto maiores bancos privados por ativos respectivamente, em 1995[50].

Ante a iminência da propagação de bancarrotas, iniciou-se o processo de saneamento das instituições bancárias pela edição do FGC[51] – que buscou evitar uma corrida bancária ao assegurar um determinado valor por CPF –, e do Proer e Proes[52, 53 e 54], os quais projetavam uma reestruturação bancária ao favorecerem aquisições de bancos em risco, privados e estaduais, pelos bancos privados ou federais saudáveis, o que culminou na concentração do setor.

A fragilidade operacional do setor bancário exposta no novo cenário de estabilização financeira – ressalte-se, apoiado primordialmente em receitas inflacionárias –

---

[46] As operações de *float* ou o ganho inflacionário decorrem de recursos e depósitos sem correção monetária. Segundo o glossário do BACEN: "Float ou Floating: Recursos transitoriamente mantidos ou depositados em bancos, geralmente sem remuneração para o depositante/correntista". Disponível em: https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/glossario. Acesso em: 17 maio 2020.

[47] PINTO, 2011, p. 78.

[48] CAMARGO, 2009, p.37. Disponível em: https://static.scielo.org/scielobooks/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf. Acesso em: 16 maio 2020.

[49] PINTO, op. cit., 79.

[50] Ibid., p. 81-82.

[51] Ibid., p. 81-85. Assinale-se a preocupação de uma corrida bancária ao Banco Nacional em razão do congelamento dos depósitos de cerca de 800.000 clientes do Banco Econômico. Destaque-se que a autoridade monetária decretou intervenção no Econômico em agosto de 1995; e, logo em seguida, o CMN instituiu o FGC conferindo uma espécie de seguros aos depositantes bancários, inclusos os do Banco Nacional.

[52] O Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes) foi instituído pela MP 1.514, de agosto 1996; um ano após a edição do FGC, agosto de 1995, e do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), novembro de 1995.

[53] CAMARGO, 2009, p. 42. "Das 35 instituições bancárias estaduais existentes na época, 10 foram extintas, 7 foram privatizadas, 6 foram federalizadas, com posterior privatização, e 5 foram reestruturadas. Apenas 3 bancos estaduais não aderiram ao programa."

[54] Ibid., loc. cit. "Os principais resultados do Proer foram o incentivo às fusões, incorporações, transferências de controle acionário e aquisições, por bancos estrangeiros, dos bancos privados nacionais."

preocupava o Governo quanto à futura disponibilidade de capital ao setor real[55]. A resposta veio na abertura do setor bancário ao capital internacional[56-57]. A entrada dos bancos estrangeiros em território nacional foi favorecida pelos programas supracitados: o HSBC adquiriu o Bamerindus e o Santander adquiriu, dentre outros, o Banespa; amparados pelo Proer e Proes respectivamente[58].

Portanto, a partir da estabilização promovida pelo Plano Real, de 1994, observa-se a atuação da autoridade monetária no sentido de evitar uma crise sistêmica através do FGC, Proer e Proes, e também conferindo um direcionamento à concorrência no mercado bancário, tanto pela privatização dos bancos estaduais quanto pela abertura do setor à concorrência estrangeira. Além do viés prudencial, esperava-se que tais medidas modernizassem o setor bancário, repercutindo no aumento da oferta de crédito com menores *spreads* bancários[59-60].

No início dos anos 2000, o setor bancário pátrio caminhou espontaneamente para a concentração por estratégia de crescimento por F&A dos bancos[61]. Com efeito, o número de bancos comerciais e múltiplos saiu de 191 em 2000 para 159 ao final de 2005[62].

Todavia, a crise financeira internacional de 2008, cujo epicentro foi no mercado hipotecário *subprime* dos EUA, provocou nova atuação da autoridade monetária, com novos efeitos colaterais para a estrutura do setor bancário[63]. *In casu*, destaque-se a fusão do Itaú e do Unibanco formando o maior banco nacional do Brasil à época[64-65]; o qual logo foi

---

[55] CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: objetivos e retórica do governo e dos banqueiros. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 17, n. 3, p. 404, 2007.

[56] CAMARGO, 2009, p. 43. "Também com o objetivo de combater a ameaça de crise sistêmica, em 1995, (...), reconhecendo o interesse do governo brasileiro no ingresso de bancos estrangeiros. A justificativa era de que os aportes de capitais externos eram necessários para suprir a escassez de capitais nacionais e, dessa forma, promover o desenvolvimento do Sistema Financeiro Nacional."

[57] Ibid., p. 23. "A tese de que as instituições financeiras brasileiras seriam ineficientes em relação às instituições estrangeiras foi utilizada como principal justificativa à proposta de abertura do setor aos bancos estrangeiros."

[58] Ibid., p. 42-43.

[59] CARVALHO; VIDOTTO, loc. cit.

[60] CAMARGO, op. cit., loc. cit. "Entretanto, como visto nos itens anteriores, as instituições financeiras que entraram no Brasil, a partir de 1995, adotaram padrões de comportamento similares e até inferiores aos padrões das instituições nacionais."

[61] Ibid., p. 81-82. "Todos os bancos privados analisados, tanto estrangeiros como nacionais, cresceram, principalmente, pelas fusões e aquisições, enquanto a Caixa e o Banco do Brasil cresceram de forma orgânica, por meio da abertura de agências e ampliação da base de clientes."

[62] PINTO, 2011, p. 93.

[63] Cf. MATTOS, 2014, p. 66 et seq.

[64] A fusão do Itaú e Unibanco transitou no CADE sob o AC nº 08012.011303/2008-96. Uma das justificativas para a fusão alegada pelas partes foi "a necessidade ampliar a base de captações, especialmente de depósitos, acentuada pelo contexto de crise econômica". Confira o vol. I, página 26, item (d). O Itaú era o segundo e o Unibanco o era o quarto maior banco privado no Brasil à época.

ultrapassado em novembro de 2008 pelo BB ante a compra de mais de 70% da Nossa Caixa[66], em razão da autorização da MPV 443, de 2008, para o BB e a CEF adquirirem participação em instituições financeiras, a qual foi convertida na Lei n. 11.908/2009[67].

O processo de crescimento externo por aquisição continuou como estratégia dos próprios *players*. Em 2015, o CADE aprovou com restrições a compra das operações do HSBC Brasil pelo Bradesco[68]. Na oportunidade, o Conselheiro Relator João Paulo de Resende destacou a preocupação crescente do CADE em relação ao progressivo processo de concentração do setor bancário brasileiro nas mãos dos oligopolistas[69].

Neste processo a Superintendência-Geral havia destacado o setor bancário brasileiro "como sendo um dos mais concentrados do mundo; de elevados índices de lucratividade; de baixa ineficiência; e de baixo nível de competitividade" [70].

Com a supramencionada preocupação do CADE, o Conselheiro Relator acrescentou como remédio antitruste a obrigação de o Bradesco não adquirir o controle de qualquer outra instituição financeira por F&A pelos 30 meses seguintes à aprovação, resguardando as competências prudencial e sistêmica do Banco Central do Brasil[71].

2.3 O movimento de desbancarização no Brasil liderado pela XP Investimentos

O processo de concentração bancária culminou na formação de um oligopólio composto pelos cinco maiores bancos tradicionais: BB, CEF, Itaú Unibanco, Santander e Bradesco. A preocupação do CADE com o processo de concentração bancária brasileira teve fundamento: em 2017, esses cinco bancos concentravam mais de 80% dos ativos totais e

---

[65] O presidente do Unibanco à época, Pedro Moreira Salles, afirma que a compra do ABN Amro pelo espanhol Santander acelerou a fusão do Itaú e do Unibanco. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/11/463639-fusao-itau-unibanco-foi-acelerada-por-compra-do-abn-pelo-santander.shtml. Acesso em: 17 maio 2020.

[66] CAMARGO, 2009, p. 81. PINTO, 2011, p. 93.

[67] A autorização ao BB e à CEF para adquirir participação em instituições financeiras, públicas ou privadas, foi determinada pela Lei até 30 de junho de 2011, a qual foi prorrogada por mais 12 meses no final do período indicado através do Decreto nº 7.509, de 2011.

[68] Trata-se do AC n. 08700.010790/2015-41 que albergou a operação de compra de 100% do HSBC Brasil pelo Bradesco.

[69] Trecho do §49, a, do voto do Conselheiro Relator João Paulo de Resende: "preocupação geral e crescente deste Conselho (incluindo a própria Superintendência-Geral) com relação ao contínuo processo de concentração do setor bancário brasileiro nas mãos de quatro ou cinco grandes instituições".

[70] Trecho do §48 do voto do Conselheiro Relator João Paulo de Resende, no qual cita o Parecer SG nº 12/2016/CGAA02/SGA1/SG/CADE.

[71] Como justificativa do remédio consistente na obrigação de não comprar, o Conselheiro Relator João Paulo de Resende expõe no §182 do seu voto: "Essa medida cumpre o objetivo de conter, ainda que no curto prazo, o avanço daquele que muito provavelmente se tornará o terceiro maior banco comercial (em total de ativos) operando no mercado brasileiro, e emite um sinal contundente para o setor bancário sobre a preocupação da autoridade concorrencial com o grau de concentração que o ele vem adquirindo."

também dos depósitos totais no Brasil. Dentre essas instituições financeiras, o Itaú Unibanco se destaca como o maior banco privado do país[72].

Com o segundo *spread* bancário mais alto do mundo[73], pode-se inferir que a estratégia de barateamento do crédito através do ganho de escala e de escopo no Brasil, com a concentração e conglomeração respectivamente, não logrou o resultado esperado[74]. Certamente, esta situação decorre do arrefecimento da concorrência no setor bancário, mormente quando se observa o crescente grau de concentração dos oligopolistas[75].

Além dos tomadores de empréstimo, o enfraquecimento da concorrência também impacta os investidores de varejo dos bancos tradicionais, porquanto esses incumbentes operam como plataformas de investimentos de arquitetura fechada ou semiaberta – isto é, os produtos de investimentos distribuídos por eles são exclusivamente ou majoritariamente próprios, restando vedado ou limitado o acesso dos produtos de terceiros à plataforma. Tal configuração elimina a concorrência dentro da plataforma, o que, alicerçado ao alto *spread* bancário, tem o condão de justificar o elevado grau de insatisfação do cliente bancário de varejo[76].

Neste contexto, a XP Investimentos criou em 2011 a primeira plataforma aberta do Brasil para conectar a oferta dos produtos de investimentos de terceiros independentes à demanda dos investidores de varejo[77]. Ou seja, solucionou, de um lado, a

---

[72] Cf. o item 2.1.1. Setor bancário no Brasil do voto do Cons.-Relator Paulo Burnier no Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16, realizado entre a XP Investimentos S.A e o Itaú Unibanco S.A.

[73] Conforme dados de 2018 do Banco Mundial, o spread bancário brasileiro é o segundo maior do mundo, com 32,2%, atrás apenas de Madagascar, com 42,6%. O fator de maior participação no custo do crédito brasileiro é a inadimplência, com 37,4%, enquanto o custo de captação compõe cerca de 8%. Para se ter uma ideia, as execuções de dívidas para recuperação dos créditos no Brasil conferem apenas U$$ 0,13 de recuperação por US$ 1,00 emprestado, ao passo que a média mundial é de US$ 0,34.
Disponíveis em: https://data.worldbank.org/indicator/fr.inr.lndp?most_recent_value_desc=true; https://www.infomoney.com.br/minhas-financas/spread-bancario-do-brasil-e-o-2o-mais-alto-do-mundo-entenda-por-que/ e https://www.bcb.gov.br/conteudo/home-ptbr/TextosApresentacoes/Apresenta%C3%A7%C3%A3o_CV_Semin%C3%A1rio%20FGV_15.02.19.pdf. Acessos em: 29 mar. 2020.

[74] Cf. a nota de rodapé 38.

[75] BACEN. *Concorrência bancária e custo do crédito*. Estudo Especial nº 64, 2019. Este estudo fundamenta a agenda do BACEN na promoção da concorrência no setor bancário para diminuir o *spread* bancário brasileiro. Verifica, especialmente, o efeito da redução do nº de concorrentes em nível municipal no aumento do *spread* bancário, e conclui que: "tecnologias que eliminem a dimensão geográfica dos mercados de crédito podem contribuir significativamente para a ampliação do crédito e redução do seu custo, na medida em que permitem maior concorrência sem a necessidade de presença física em cada localidade."

[76] Segundo o voto da Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt no Ato de Concentração Itaú Unibanco e XP Investimentos apenas 66% dos consumidores bancários estão contentes com os serviços de varejo, ao passo que 78% nos EUA. Fonte primária: The World Factbook: http://www.braziliancsi.com.br/resultados/BCSI-20150415-site.pdf.

[77] Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/08/em-17-anos-xp-muda-industria-de-investimentos-e-incomoda-bancos.shtml. Acesso: 18 maio 2020. O Grupo XP, cuja primeira empresa foi

inacessibilidade de terceiros independentes às plataformas dos bancos tradicionais e, de outro, a demanda dos investidores de varejo desses bancos tradicionais por produtos mais rentáveis.

A *maverick* reúne em sua plataforma produtos de diversos gestores concorrentes entre si, que são mais rentáveis e baratos em relação aos dos incumbentes, e, que ainda promovem a democratização dos produtos de investimentos de qualidade, vez que exigem um menor aporte mínimo de investimento, conforme o Parecer SG nº 24/2017[78]:

> Além de oferecer um portfólio com resultados em geral mais satisfatórios e com custo menor do que os concorrentes tradicionais, talvez seja a democratização do acesso a produtos financeiros de qualidade a todos os perfis de clientes, e com exigências menores para a aquisição de tais produtos, o maior benefício que plataformas abertas como a XP oferecem aos seus consumidores. Produtos que, nos bancos tradicionais, estão acessíveis apenas a um grupo seleto de pessoas, com renda elevada e alta capacidade de investimento, passam a estar ao alcance dos consumidores em geral, aumentando significativamente a qualidade dos investimentos dessas pessoas.

A XP Investimentos passou a exercer significativa pressão competitiva aos tradicionais incumbentes do setor: em janeiro de 2017 mais de 90% das suas captações líquidas saíram dos bancos tradicionais – com destaque para as de origem do adquirente Itaú Unibanco, que corresponderam a 27,4% das captações líquidas pela *maverick*[79].

O movimento da migração do fluxo de investimentos dos investidores de varejo dos bancos tradicionais para plataformas abertas é denominado de desbancarização[80], notadamente liderado pela XP Investimentos, que a adotou como lema[81].

Não obstante, após a XP Investimentos anunciar ao mercado a intenção de realizar um IPO na B3[82], a *maverick* fechou as negociações com o maior banco privado do país, Itaú Unibanco, do qual também saiu a maior parte dos recursos captados pela XP.

---

fundada em 2001, se motivou a criar a plataforma aberta de investimentos notadamente após a crise de 2008 ante a necessidade de variar o portfolio para trabalhar não apenas com renda variável. "Em vez de ofertar só ações, começaram a colocar, numa plataforma eletrônica, todos os produtos de investimentos, como renda fixa e fundos. A tese era que o cliente é mal atendido nos bancos, que ofertavam apenas produtos próprios."

[78] Trecho retirado do §262 o Parecer nº 24/2017 da SG, de 2017, p. 64.

[79] BACEN, *Relatório de Economia Bancária*. 2018, p. 178. Itaú e Citibank representaram 29,5% conjuntamente. Quanto ao percentual dos demais bancos tradicionais do oligopólio: BB (22,5%); Bradesco (17,3%); Santander (12,6%) e CEF (10,2%).

[80] Disponível em: https://www.infomoney.com.br/onde-investir/8-motivos-para-voce-desbancarizar-seus-investimentos-segundo-a-xp/. Acesso em: 18 maio 2020. "XP inicia sua primeira grande campanha de mídia estimulando que os brasileiros migrem as aplicações dos grandes bancos para empresas independentes de investimento com o objetivo de aumentar a rentabilidade das carteiras".

[81] ARAÚJO, Leonardo; GAVA, Rogério. *Empresas Proativas 4.0*: estratégias para vencer na Era Digital. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020 "A estratégia da XP foi construída sob o lema da "desbancarização dos investimentos"."

[82] Disponível em: https://exame.com/negocios/apos-conversas-com-itau-xp-investimentos-pede-registro-para-ipo/. Acesso em: 20 mar. 2020.

Por conseguinte, trata-se de uma operação que a princípio denota viés defensivo, e que, em última análise, põe em xeque o movimento de desbancarização capitaneado pela primeira plataforma aberta de investimentos do país, a qual vem promovendo a concorrência intraplataforma e face aos bancos tradicionais e, de fato, aumentando a rentabilidade e a acessibilidade aos produtos de investimentos para os investidores de varejo.

Ademais, a operação tem o condão de diminuir o *spread* bancário ao baratear o custo de captação dos bancos de menores portes, vez que disponibilizariam títulos bancários na plataforma aberta da XP por um custo menor que a criação de um canal próprio[83].

[83] Cf. o § 281 do Parecer nº 24/2017 da SG, de 2017, p. 70-71.

3 ANÁLISE DO ATO DE CONCENTRAÇÃO XP INVESTIMENTOS E ITAÚ UNIBANCO NO CADE

3.1 O Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência – SBDC

3.1.1 A estrutura e os escopos dos órgãos componentes do SBDC

A Lei nº 12.529/2011 instituiu o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência, o qual é composto pelo Conselho Administrativo de Defesa da Concorrência – CADE, vinculado ao Ministério da Justiça, e pela Sefel e Seprac, ligadas ao Ministério da Fazenda, as quais sucederam a extinta Secretaria de Acompanhamento Econômico – SEAE[84].

Podem-se considerar três escopos de defesa da concorrência pelo SBDC: o proativo, o preventivo e o repressivo. À Seprac compete a atuação proativa de advocacia da concorrência[85], cooperativamente ao CADE.

Ao CADE, autarquia em regime especial, também incumbe a atuação preventiva, consistente na análise de atos de concentração e cooperação econômica, e a atuação repressiva, que consiste na investigação e punição das condutas anticompetitivas dos agentes econômicos[86].

Para tanto, a autarquia é constituída pela Superintendência-Geral – SG, pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica e pelo Departamento de Estudos Econômicos[87]. Os dois primeiros órgãos tem função judicante, ao passo que o último auxilia a atuação dos primeiros através de pareceres e estudos econômicos[88].

Assim como a advocacia da concorrência, a prevenção e a repressão às infrações à ordem econômica são constitucionalmente orientadas pela liberdade de iniciativa, livre concorrência, função social da propriedade, defesa dos consumidores e repressão ao abuso do poder econômico[89].

3.1.2 A defesa da ordem econômica via controle de estrutura de mercado pelo CADE

---

[84] A Lei do CADE cumpre o art. 173, V, §4º, da CF/88: "A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros".
[85] Art. 19, caput, da Lei do CADE.
[86] Disponível em: http://www.fazenda.gov.br/assuntos/concorrencia. Acesso em: 18 maio 2020.
[87] Art. 5º da Lei do CADE.
[88] Art. 17 da Lei do CADE
[89] Art. 1º da Lei do CADE e art. 173, V, §4º da CF/88.

A doutrina tradicionalmente classifica as práticas antitrustes em acordos, verticais ou horizontais, abusos de posição dominante e concentrações[90]. Não obstante, Paula A. Forgioni, ao discorrer sobre as condutas antitrustes na Lei do CADE, assinala que[91-92]:

> *Para que seja considerado contrário à ordem econômica, basta que o ato (quer seja acordo, quer abuso, quer concentração) determine a incidência do art. 36, caput*, ou seja, tenha por objeto ou produza um dentre os seguintes efeitos: (i) limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre-concorrência ou a livre-iniciativa (ii) dominar mercado relevante de bens ou serviços; (iii) aumentar arbitrariamente os lucros; ou (iv) exercer de forma abusiva a posição dominante.

Assim, em vez de adotar a classificação doutrinária, o art. 36 da Lei do CADE considera como infração à ordem econômica qualquer ato apenas pelo objeto ou potencial efeito, portanto, independentemente de culpa do agente, da manifestação do ato ou da consumação de seus efeitos.

Sob a perspectiva econômica, a sistemática adotada pela Lei do CADE é coerente, porquanto os acordos, os abusos de posição dominante e as concentrações convergem para o mesmo ponto: o poder econômico. Ainda segundo Forgioni[93]:

> Em conclusão: *a posição dominante é decorrência e, ao mesmo tempo, se identifica com o poder detido, pelo agente, no mercado, que lhe assegura a possibilidade de atuar com um comportamento independente e indiferente em relação a outros agentes, impermeável às leis de mercado.*
>
> (...)
>
> A pauta de repressão ao abuso da posição dominante permeia todo o antitruste, na medida em que é também o fundamento da disciplina dos acordos e das concentrações entre agentes econômicos. Estes são reprimidos em virtude de sua capacidade de reprodução de condições monopolísticas, (...).

A posição dominante é aquela na qual o agente econômico detém alguma vantagem competitiva que lhe confere o poder de atuar sem se preocupar em arcar com o fracasso dos seus erros ou com o sucesso dos seus competidores[94]. Por isso também é denominada de posição monopolista, vez que não enfrenta maior pressão concorrencial e, portanto, atua semelhantemente ao agente em situação de monopólio.

---

[90] FORGIONI, Paula Andrea. *Os Fundamentos do Antitruste*. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016, p. 134.

[91] Ibid., p. 137.

[92] Art. 36. Constituem infração da ordem econômica, independentemente de culpa, os atos sob qualquer forma manifestados, que tenham por objeto ou possam produzir os seguintes efeitos, ainda que não sejam alcançados: I - limitar, falsear ou de qualquer forma prejudicar a livre concorrência ou a livre iniciativa; II - dominar mercado relevante de bens ou serviços; III - aumentar arbitrariamente os lucros; e IV - exercer de forma abusiva posição dominante

[93] FORGIONI, op. cit., p. 272-273.

[94] Ibid., p. 270. Tal ponderação do significado do poder econômico para a doutrina jurídica e econômica também é realizada pela autora, que salienta que a doutrina econômica o concebe entorno do aumento do preço além do custo marginal, ao passo que no âmbito jurídico é destacada a ausência de riscos.

Em uma situação de concorrência perfeita[95-96], a leis da oferta e da demanda conduziriam o mercado ao equilibro[97], onde o preço equivaleria ao custo marginal[98]. Eventual aumento de preço seria contestado pelo aumento da produção dos rivais[99] ou pela entrada dos concorrentes potenciais[100]. Por isso, os agentes econômicos seriam *price takers*[101], em virtude de serem relativamente pequenos para impor um determinado preço, estando assim organizados em uma estrutura de mercado atomística ou pulverizada.

Na situação de posição dominante, o titular do poder econômico eleva o preço acima do seu custo marginal sem sofrer pressão competitiva apta a conduzi-lo ao preço de equilíbrio. Nesta ocasião, a rivalidade dos competidores atuais ou a ameaça dos entrantes potenciais não teriam condão de contestar o preço de monopólio imposto[102]. Por isso, o agente econômico é *price maker*[103]: o preço é imposto ao mercado pelo agente dominante, o qual é relativamente maior que os demais, restando organizados em uma estrutura concentrada.

---

[95] MANKIW, N. Gregory. *Principles of Economics*. 8th. ed. Cengage Learning: Australia. 2018, p. 66. "Economists use the term competitive market to describe a market in which there are so many buyers and so many sellers that each has a negligible impact on the market price."

[96] Cf. NUSDEO, 2005, p. 141 e 142. A realidade econômica infirmou o liberalismo clássico. Os economistas neoclássicos averiguaram que o sistema de mercado exige determinados pressupostos para que a concorrência logre sua função de alocação dos recursos na sociedade de modo perfeito. Na ausência de tais pressupostos o mercado operaria de modo falho. Cada falha de mercado engendraria um poder econômico, fenômeno abnegado pelos economistas clássicos. Dentre algumas falhas de mercado, o presente trabalho citou: a assimetria de informação e os custos de transação, quando da justificativa neoclássica para a existência dos bancos; a externalidade negativa, tratado na propagação da crise no caso de uma bancarrota; e, agora, são mencionadas as falhas de estrutura e de mobilidade. Posteriormente, mencionar-se-á a externalidade positiva dos efeitos de rede da plataforma aberta da XP como o cerne do Ato de Concentração, com suas peculiaridades antitrustes.

[97] ASSAF NETO, 2018, p. 23. "O preço numa economia de mercado é determinado pela intersecção das curvas de oferta e demanda, a qual exprime o ponto de equilíbrio de mercado." Este ponto representa, segundo MANKIW, 2018, p. 76. "a situation in which the market price has reached the level at which quantity supplied equals quantity demanded". Trata-se da lei da oferta e da demanda, Ibid., p. 78.

[98] MANKIW, 2018, p. 297. Para empresas competitivas o preço equivaleria ao custo marginal; já para monopolistas o preço excederia o custo marginal.

[99] CADE, 2016, p. 36. Especificamente também utiliza-se o teste SSNIP para averiguar a rivalidade dos concorrentes, isto é, se um aumento do preço seria contestável conforme a capacidade ociosa dos rivais, em outras palavras, se há possibilidade de aumento de produtividade dos competidores que já atuam no mercado para contestar o aumento de preço.

[100] Ibid., p 29. FORGIONI, 2016, p. 232. Principalmente aqueles *on the wings*, que mobilizariam os fatores de produção com menores barreiras de entrada, de modo fácil, rápido e provável, sem a necessidade de enfrentar *sunk costs*, mormente se, apesar de atuar em mercado diverso, tenha os ativos necessários ao mercado onde houve o aumento do preço, porquanto, assim pode se mobilizar mais rapidamente para contestá-lo. Em tal caso, aproveita-se de economia de escopo.

[101] MANKIW, 2018, p. 67. "Because buyers and sellers in perfectly competitive markets must accept the price the market determines, they are said to be price takers. At the market price, buyers can buy all they want, and sellers can sell all they want."

[102] NUSDEO, 2005, p. 149. Trata-se da falha de estrutura de mercado: a estrutura na concorrência perfeita é pulverizada, na falha é concentrada. Por exemplo, um agente econômico apoiado em economia de escala possui um custo total médio demasiadamente inferior aos rivais, inaptos a contestar eventual elevação do preço ante tal vantagem econômica, a qual ainda representa uma elevada barreira de entrada aos concorrentes potenciais, os quais necessitariam de grandes investimentos para escalar um novo produto a preço competitivo.

[103] MANKIW, op. cit., p. 290. "Whereas a competitive firm is a price taker, a monopoly firm is a price maker."

A Lei do CADE não reprime a mera posição dominante ou o uso do poder econômico. Ora, o crescimento interno de uma empresa é esperado se fruto de sua vantagem econômica conquistada e de sua competência estratégica dentro do jogo econômico do mercado competitivo. A contrariedade à ordem jurídica econômico-financeira é tão somente quanto ao abuso do poder econômico.

Destarte, sob a perspectiva do ordenamento jurídico brasileiro, a sistemática adotada pela Lei do CADE é harmônica ao mandamento constitucional de repressão ao abuso do poder econômico que vise à dominação dos mercados, à eliminação da concorrência e ao aumento arbitrário dos lucros[104].

Ainda, a Lei nº 12.529/11 é instrumental às finalidades da República Federativa do Brasil e é guiada pelos mesmos fundamentos[105]. Em outras palavras, a concorrência é tutelada não como um fim em si mesmo, mas como instrumento para concretizar os objetivos maiores da Carta Magna.

Neste sentido, o CADE pode autorizar o Ato de Concentração caso averigue que os benefícios da operação superam os malefícios à concorrência[106]. Esta ponderação reflete outra face do Direito Econômico brasileiro: a tutela da economia popular[107].

Em suma, o escopo preventivo do CADE é realizado através do controle dos Atos de Concentração que envolva aglutinação de poder econômico, seja pela concentração tradicional ou por associação[108]. O controle da estrutura pelo CADE visa direcionar a realidade econômica para a consecução dos objetivos constitucionais mores, conforme os fundamentos da atividade econômico-financeira e da República Federativa do Brasil. Portanto, a concorrência poderá ser sacrificada para atingir os escopos da ordem econômico-

---

[104] Art. 173, § 4º, da CF/88, e arts. 1º e 36 da Lei do CADE.

[105] Não é a toa que a Ordem Econômica e Financeira, no art. 170, caput, tem por fundamento os valores sociais do trabalho e da livre iniciativa, assim como a República Federativa do Brasil tem, vide art. 1º, III e IV da Carta Magna. Idem quanto a finalidade da ordem econômica de assegurar a todos existência digna segundo a justiça social, no art. 170, caput, consoante com os objetivos da República no art. 3º, todos da CF/88.

[106] Art. 88, § 6º, da Lei do CADE.

[107] Art. 174, §§ 4º e 5º, da CF/88: "A lei reprimirá o abuso do poder econômico que vise (...) e ao aumento arbitrário dos lucros" e "A lei, sem prejuízo da responsabilidade individual dos dirigentes da pessoa jurídica, estabelecerá a responsabilidade desta, sujeitando-a às punições compatíveis com sua natureza, nos atos praticados contra a ordem econômica e financeira e contra a economia popular." Ademais, a ordem econômica e financeira também tem por princípio a defesa do consumidor, vide o art. 170, V, da CF/88.

[108] A concentração econômica lida com a aglutinação de poder econômico entre dois ou mais agentes econômicos, conforme se depreende do art. 90, IV da Lei Antitruste: "Art. 90. Para os efeitos do art. 88 desta Lei, realiza-se um ato de concentração quando: IV - 2 (duas) ou mais empresas celebram contrato associativo, consórcio ou joint venture."

financeira e para beneficiar a economia popular, diante da exigência de repasse dos benefícios de uma concentração aos consumidores[109].

3.2 Análise concorrencial do Ato de Concentração Itaú Unibanco e XP Investimentos no CADE

3.2.1 O trâmite processual do AC em análise no CADE

Os Atos de Concentração gozam de tramitação prioritária[110] e devem ser submetidos ao CADE previamente à realização da operação[111] – ao contrário da revogada Lei nº 8.884/94[112] – os quais só produzirão efeitos após a chancela da autarquia[113].

Em cumprimento ao dever de submissão, o Itaú Unibanco S.A. e a XP Investimentos S.A. peticionaram ao CADE a aprovação da concentração em julho de 2017[114]. A Superintendência-Geral procedeu com instruções complementares e, posteriormente, considerou o caso como complexo, antevendo eventual prorrogação do prazo, o qual não foi necessário, porquanto a operação transitou no prazo legal de 240 dias[115-116].

---

[109] Vide o art. 88, § 6º, I e II, da Lei do CADE: "Os atos a que se refere o § 5º deste artigo poderão ser autorizados, desde que sejam observados os limites estritamente necessários para atingir os seguintes objetivos: I - cumulada ou alternativamente: a) aumentar a produtividade ou a competitividade; b) melhorar a qualidade de bens ou serviços; ou c) propiciar a eficiência e o desenvolvimento tecnológico ou econômico; e II - sejam repassados aos consumidores parte relevante dos benefícios decorrentes." Ressalte-se que o inciso I está inclinado a tutela da ordem econômico-financeira ao passo que o inciso II realiza a defesa da economia popular.

[110] Art. 51. Na tramitação dos processos no Cade, serão observadas as seguintes disposições, além daquelas previstas no regimento interno: I - os atos de concentração terão prioridade sobre o julgamento de outras matérias; (...).

[111] Art. 88, § 2º. O controle dos atos de concentração de que trata o caput deste artigo será prévio e realizado em, no máximo, 240 (duzentos e quarenta) dias, a contar do protocolo de petição ou de sua emenda. À SG também é facultado requerer prorrogação do prazo ao Tribunal, nos casos que considere a operação complexa (art. 56, §2º).

[112] "Pela legislação anterior, essas operações podiam ser comunicadas ao Cade depois de serem consumadas, o que fazia do Brasil um dos únicos países do mundo a adotar um controle de estruturas *a posteriori*." Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/institucional/historico-do-cade. Acesso em: 18 maio 2020.

[113] Art. 88, § 3º. Os atos que se subsumirem ao disposto no caput deste artigo não podem ser consumados antes de apreciados, (...), sob pena de nulidade, sendo ainda imposta multa pecuniária, (...), sem prejuízo da abertura de processo administrativo, nos termos do art. 69 desta Lei.

[114] Os incisos I e II do art. 88 da Lei do CADE elegem o faturamento bruto anual ou o volume de negócios no total País como critério de submissão da concentração. O §7º faculta ao órgão antitruste requerer a submissão de operações de concentração que não se enquadrem nos incisos I e II em até um ano após sua consumação. Em qualquer caso, os Atos de Concentração gozam de tramitação prioritária no órgão, conforme o art. 51, I.

[115] A petição de aprovação das requerentes é recebida pela Superintendência-Geral que, por sua vez, julgará a concentração imediatamente, se reputar o caso como de menor potencial lesivo ou devidamente instruído, ou mediatamente, após instrução complementar. Vide artigos 53 e 54 da Lei do CADE.

[116] Despacho SG nº 1505/2017. Vide artigos 54, II, 56 e 88, §2º, todos da Lei do CADE. Conforme a Nota Técnica nº 27/2017: "Dessa forma, com o objetivo de melhor analisar a dinâmica concorrencial do mercado e as condições de rivalidade nos mercados afetados pela operação, faz-se necessário efetuar novas diligências de forma a aprofundar a análise do caso e oportunizar às partes a possibilidade de apresentação das eficiências decorrentes da operação, que poderiam contrabalançar tal concentração".

Encerrada a fase instrutória da SG, o Parecer Técnico SG nº 24/2017[117] foi encaminhado ao Superintendente-Geral, que, acatando a sua sugestão, ofereceu impugnação da operação ao Tribunal do CADE[118], utilizando os motivos e as razões do referido parecer como fundamentos da decisão[119], e recomendou ao Tribunal a aprovação do Ato de Concentração condicionada à celebração do Acordo em Controle de Concentração – ACC, negociado entre as requerentes e a Superintendência-Geral.

No Tribunal do CADE, a relatoria do Ato de Concentração foi sorteada ao Conselheiro Paulo Burnier da Silveira[120], para o qual os requerentes dirigiram manifestação contrária às preocupações concorrenciais suscitadas no Parecer Técnico da SG[121], não obstante terem solicitado ao Conselheiro Relator a pronta aprovação do Ato de Concentração nos termos negociados com a SG, isto é, a aprovação mediante a celebração do ACC.

O Plenário do CADE na 119ª SOJ conheceu da operação do Itaú Unibanco e da XP Investimentos por unanimidade e, no mérito, aprovou-a com restrições[122]. Foram vencidos os votos dos Conselheiros João Paulo de Resende e Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt.

Por fim, as partes acataram os remédios antitrustes estabelecidos e celebraram o Acordo em Controle de Concentração junto ao CADE[123]. As requerentes estão submetidas à monitoração de um *trustee*, auditor externo independente, além da fiscalização exercida pela própria Superintendência-Geral, até a vigência do contrato, 31 de dezembro de 2022[124].

---

[117] O Parecer Técnico SG nº 24/2017 foi elaborado pela Coordenação-Geral de Análise Antitruste 2.

[118] Após a fase instrutória, a SG decidirá pela aprovação do ato sem restrições ou oferecerá impugnação ao Tribunal do CADE nos casos de rejeição, de aprovação com restrições ou de imprecisão acerca dos efeitos da concentração no mercado relevante. Vide o artigo 57, incisos I e II, da Lei do CADE.

[119] A impugnação deve ser justificada, conforme o art. 57, § U: "Na impugnação do ato perante o Tribunal, deverão ser demonstrados, de forma circunstanciada, o potencial lesivo do ato à concorrência e as razões pelas quais não deve ser aprovado integralmente ou rejeitado".

[120] Art. 58, § U: "Em até 48 (quarenta e oito) horas da decisão de que trata a impugnação pela Superintendência-Geral, disposta no inciso II do caput do art. 57 desta Lei e na hipótese do inciso I do art. 65 desta Lei, o processo será distribuído, por sorteio, a um Conselheiro-Relator".

[121] Art. 58, caput: "O requerente poderá oferecer, no prazo de 30 (trinta) dias da data de impugnação da Superintendência-Geral, em petição escrita, dirigida ao Presidente do Tribunal, manifestação expondo as razões de fato e de direito com que se opõe à impugnação do ato de concentração da Superintendência-Geral e juntando todas as provas, estudos e pareceres que corroboram seu pedido".

[122] Art. 61. No julgamento do pedido de aprovação do ato de concentração econômica, o Tribunal poderá aprová-lo integralmente, rejeitá-lo ou aprová-lo parcialmente, caso em que determinará as restrições que deverão ser observadas como condição para a validade e eficácia do ato. § 1º O Tribunal determinará as restrições cabíveis no sentido de mitigar os eventuais efeitos nocivos do ato de concentração sobre os mercados relevantes afetados.

[123] Art. 9º Compete ao Plenário do Tribunal, dentre outras atribuições previstas nesta Lei: V - aprovar os termos do compromisso de cessação de prática e do acordo em controle de concentrações, bem como determinar à Superintendência-Geral que fiscalize seu cumprimento.

[124] Vide as cláusulas 3.1, sobre o *trustee* de monitoramento, e 6.1, sobre o prazo do ACC.

3.2.2 O contrato celebrado, o acordo de acionistas e a operação submetida ao CADE

Em maio de 2017, o Itaú Unibanco S.A. e os acionistas à época da *holding* XP Investimentos S.A. – XP Controle Participações, G. A. Brasil IV FIP, Dyna III FIP e outros – celebraram o "Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças". O contrato foi estipulado em três etapas, nas quais o Itaú Unibanco se comprometeu adquirir o seguinte *quantum* de ações da XP Investimentos:

a) Uma primeira aquisição de 49,9% do capital social total e 30,1% do capital votante, além de um aporte inicial[125];
b) Em 2020, uma segunda aquisição de 12,5%, que lhe conferirá 62,4% do capital social total e 40% das ações ordinárias; e
c) Em 2022, uma terceira aquisição de 12,5%, na qual a participação do banco iria para 74,9% do capital social e 49,9% das ações ordinárias.

A segunda e a terceira aquisição implicariam a saída dos fundos de investimentos do quadro societário, remanescendo o poder de controle da XP Investimentos com os sócios à época da celebração.

As partes ainda celebraram um Acordo de Acionistas, no qual estabeleceram direitos ao Itaú Unibanco no sentido de proteger o seu investimento. Neste acordo ainda estão previstas as opções de *put* ou de venda da XP Controle, a partir de 2024, e de *call* ou de compra do Itaú Unibanco, a partir de 2033: o exercício de qualquer desses direitos implica a saída da XP Controle da *holding* XP Investimentos, transferindo a titularidade de suas ações para o Itaú Unibanco, que, por sua vez, se tornaria sócio majoritário e controlador.

A operação encaminhada ao CADE abrange tão somente as três primeiras aquisições. Eventual exercício de *put* ou *call* implica um novo dever de submissão ao CADE e ao BACEN, porquanto conferiria o poder de controle da XP Investimentos ao Itaú Unibanco. Por similar razão, o Acordo de Acionista integra a análise do órgão antitruste, vez que o incumbente poderia minar o controle dos sócios da *maverick* à época, exercendo uma influência dominante no sentido de arrefecer a concorrência que vem sofrendo[126].

---

[125] Na primeira aquisição, o valor do aporte inicial foi de R$ 600 milhões, ao passo que as cotas foram precificadas em R$ 5,7 bilhões, sujeito a ajustes contratuais.

[126] O Acordo de Acionistas não foi disponibilizado nos autos públicos em solicitação ao teor confidencial. Contudo, constam trechos nos autos disponibilizados pelas partes e pela autarquia que repercutem na influência dominante ou poder de controle do Itaú Unibanco na XP Investimentos. Estes trechos serão trabalhados.

3.2.3 As metodologias empregadas

Qualquer que seja a metodologia empregada pelo CADE deve aderir à realidade a qual as requerentes estão inseridas. O setor bancário brasileiro está estruturado em um oligopólio de cinco bancos tradicionais: BB, CEF, Itaú Unibanco, Santander e Bradesco. Dentre estes, a adquirente da operação ocupa a posição de maior banco privado do país.

Do outro lado está a adquirida XP Investimentos, a qual contorna o poder econômico derivado do *market share* do Itaú Unibanco e dos demais bancos tradicionais através da inovação consistente no modelo de negócio de plataforma aberta, por ela inaugurado no Brasil em 2011.

Em contraste ao modelo de arquitetura fechada dos bancos tradicionais, o modelo da XP Investimentos é aberto para produtos de terceiros, os quais competem entre si dentro da plataforma, oferecendo produtos mais acessíveis e rentáveis que os dos bancos de plataformas fechadas, cujas ofertas são integradas e cativas.

Sob o modelo de arquitetura aberta, a XP vem liderando o movimento de desbancarização. Sucintamente, o movimento consiste na migração do fluxo de investimentos dos consumidores de varejo dos bancos tradicionais para as plataformas abertas.

O Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE classifica as metodologias de análise de antitruste em tradicional e alternativas[127]. A análise tradicional tem como foco o *market share* dos *players* em perspectiva estática, ao passo que as análises alternativas consideram outros pontos concorrenciais.

O CADE adotou uma metodologia na qual complementou a análise tradicional – cujo foco é na parcela de mercado –, com análises alternativas em razão da concorrência dinâmica ou schumpteriana exercida pela XP Investimentos.

Especificamente, as análises alternativas consideram os seguintes fatores: (i) a eliminação de *maverick*, em razão do potencial disruptivo consistente na inovação do modelo de negócio de plataforma aberta de investimentos da XP Investimentos; e (ii) o mercado de

[127] CADE, 2016, p. 7. O Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal auxilia o CADE em sua atuação preventiva mas não tem caráter vinculativo: "A metodologia apresentada não possui caráter obrigatório ou vinculante, nem busca exaurir todos os possíveis métodos de análise. O processo analítico empreendido pelo Cade se adequará ao caso concreto." Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf. Acesso em: 18 maio 2020.

dois lados, dado que tal inovação opera conectando, de um lado, os investidores de varejo, e, de outro lado, os produtos de investimentos de terceiros independentes[128].

Assim, a vantagem econômica oriunda da parcela de mercado foi levada em consideração, principalmente em razão de o Itaú Unibanco ser o maior banco privado do país, mas, também, o tamanho da XP Investimentos foi relativizado diante da pressão concorrencial disruptiva de sua inovação, pela qual lidera o movimento de desbancarização. Doravante, abordar-se-á primeiramente a análise tradicional para, ao fim, complementá-la com as análises alternativas, consoante procedido pelo CADE.

3.2.4 Análise tradicional do AC XP Investimentos e Itaú Unibanco

3.2.4.1 Definição dos Mercados Relevantes

O Guia para Análises de Concentração Horizontal define as seguintes etapas de uma análise tradicional[129]: (i) definição do mercado relevante - MR; (ii) análise da possibilidade do uso do poder de mercado; (iii) avaliação da probabilidade do uso do poder de mercado; (iv) avaliação do poder de compra; e (v) ponderação das eficiências econômicas. Embora não vinculante, a SG e o Tribunal do CADE procederam conforme essas etapas.

O primeiro passo lógico para avaliação do impacto anticoncorrencial é a definição do mercado relevante[130], isto é, "aquele em que se travam as relações de concorrência ou atua o agente econômico cujo comportamento está sendo analisado"[131-132].

Trata-se de um instrumento útil à análise de qualquer prática antitruste[133], cuja lógica consiste na identificação dos produtos e das regiões geográficas que possam limitar a capacidade de decisão da nova firma criada quanto a preços e quantidades[134].

Assim, o mercado relevante é delimitado nas dimensões geográfica e material. A primeira dimensão considera o espaço físico onde a concorrência é travada[135-136], ao passo

---

[128] CADE, 2016, p. 27 e 52.
[129] Ibid., p. 9-10.
[130] FORGIONI, 2016, p. 221.
[131] Ibid., loc. cit.
[132] CADE, 2016, p. 13. "A delimitação do MR é o processo de identificação do conjunto de agentes econômicos (consumidores e produtores) que efetivamente reagem e limitam as decisões referentes a estratégias de preços, quantidades, qualidade (entre outras) da empresa resultante da operação."
[133] FORGIONI, op. cit., loc. cit., nota de rodapé 59. A definição do mercado relevante é útil a aplicação da Lei Antitruste na medida em que permite averiguar concretamente os efeitos anticoncorrenciais, seja do abuso do poder econômico, dos acordos ou dos atos de concentração. Assim, "não se pode falar de impactos anticoncorrenciais senão em *determinado mercado*: *o mercado relevante*."
[134] CADE, op. cit., p. 17.
[135] FORGIONI, op. cit., p. 222.

que a segunda considera os bens ou serviços ofertados[137], mas ambas são indissociáveis para definição o mercado relevante[138].

A dimensão material pode ser delimitada pelo lado da demanda ou pelo lado da oferta, sendo este empregado de forma complementar ao primeiro[139].

A delimitação do MR material sob a ótica da demanda está centrada na necessidade do consumidor satisfeita tanto pelos bens econômicos dos requerentes como pelos bens sucedâneos dos concorrentes, também aptos a satisfazê-la[140].

Sob a ótica do produto, descobre-se o MR material a partir das relações de concorrência evidenciadas após um pequeno, mas significativo e não transitório aumento de preço (SSNIP)[141]. Desta forma, presumem-se como produtos concorrentes aqueles que responderiam a um SSNIP das requerentes, vez que também satisfariam a demanda.

Trata-se de duas óticas diferentes que convergem para o mesmo ponto: a definição do MR na dimensão material. Lembre-se que o MR considera o conjunto de agentes econômicos (consumidores e produtores), portanto, independentemente de qual dos dois se parta, ambos convergem ao mesmo fenômeno: as relações de concorrência das requerentes na dimensão do produto.

As relações de concorrência entre as próprias requerentes servem de critério para classificação das concentrações em: horizontal[142], quando rivalizam no mesmo mercado

---

[136] CADE, op. cit., p. 14 e 15, respectivamente: "A dimensão geográfica refere-se à área em que as empresas ofertam seus produtos ou que os consumidores buscam mercadorias (bens ou serviços) dentro da qual um monopolista conseguirá, lucrativamente, impor elevações de preços significativas" e "Em relação à classificação geográfica dos mercados, há aqueles baseados na localização do consumidor; na localização dos fornecedores; e na localização de ambos (mercados mistos).".

[137] FORGIONI, 2016, p. 227.

[138] Ibid., p. 222.

[139] CADE, p. 17. "Em linha com a prática internacional, o Cade privilegia a definição do MR pelo lado da demanda e entende que ponderações da substitutibilidade sob a ótica da oferta são complementares na análise dos impactos da operação."

[140] Ibid., p. 13. "Sob a ótica da demanda, a dimensão do produto do MR compreende bens e serviços considerados, pelo consumidor, substituíveis entre si devido a suas características, preços e utilização. Para auferir essa substitutibilidade, examina-se a possibilidade de os consumidores desviarem sua demanda para outros produtos."

[141] Ibid., p. 16. "A definição do MR sob a ótica da oferta se relaciona à avaliação da capacidade e disponibilidade de outras empresas começarem a produzir e ofertar a mercadoria em questão na área considerada, após um "pequeno, porém significativo e não transitório aumento de preços" (small but significant and non-transitory increase in price – doravante apenas SSNIP) e em um curto espaço de tempo. Em outras palavras, é avaliado se, diante de um aumento do preço de venda, outras empresas passam a ofertar o bem, no mesmo mercado geográfico em que atuam as requerentes."

[142] Ibid., p. 9. "ACs horizontais resultam na sobreposição das atividades de empresas atuantes em um mesmo elo da cadeia produtiva." FORGIONI, 2016, p. 418. "Assim como os acordos horizontais, as concentrações desse tipo envolvem agentes econômicos que atuam no mesmo mercado relevante, estando, portanto, em direta relação de concorrência."

relevante; vertical[143], quando atuam de forma concatenada em elos subsequentes da mesma cadeia produtiva; e, conglomerada, quando não competem na dimensão geográfica[144], na material[145] ou em ambas[146].

Logo, a definição do mercado relevante é crucial para avaliar o impacto de um Ato de Concentração e, por conseguinte, é estratégica para as requerentes. A excessiva segmentação do mercado relevante implica na ausência de sobreposições horizontais ou integrações verticais entre as requerentes, considerando o AC como conglomerado[147]; inversamente, a expansão do mercado relevante material ou geográfico implica na diluição do poder econômico oriundo da concentração[148].

Na operação XP Investimentos e Itaú Unibanco o Superintendente-Geral e o Cons.-Relator definiram oito mercados relevantes, conforme o quadro abaixo:

Quadro 1: Mercados Relevantes do AC XP Investimentos e Itaú Unibanco.

Mercados Relevantes	**Itaú Unibanco**	**XP Investimentos**
Mercado nacional de corretagem de valores	X	X
Mercado nacional de gestão de recursos de terceiros (*asset management*)	X	X
Mercado nacional de administração de recursos de terceiros	X	X
Mercado nacional de previdência privada aberta	X	
Mercado nacional de distribuição de produtos de investimento para o varejo	X	X
Mercado nacional de seguros de vida	X	
Mercado nacional de seguros habitacional	X	
Mercado nacional de corretagem de seguros	X	X

Fonte: Decisão do SG e Voto Conselheiro-Relator Paulo Burnier no AC XP Investimentos e Itaú Unibanco.

As definições adotadas refletem a evolução no setor financeiro, especialmente causada pelo advento das plataformas abertas, introduzida no Brasil pela XP Investimentos.

---

[143] FORGIONI, 2016, p. 418. "As concentrações são ditas verticais se os partícipes desenvolvem suas atividades em mercados relevantes "a montante" ou "a jusante", ou seja, concatenados no processo produtivo ou de distribuição."

[144] Ibid, p. 419. "Operações de concentração que implicam a aquisição por uma empresa de outra que, embora produzindo o mesmo tipo de produto, atua em diverso mercado relevante geográfico, são denominadas "expansões de mercado"."

[145] Ibid., loc. cit. "Já as concentrações que envolvem "expansão de produto" referem-se à união de bens complementares por natureza."

[146] Ibid., loc. cit. "As concentrações conglomerados puras, (...), são aquelas em que empresas, cujos produtos não guardam qualquer relação de concorrência ou complementariedade, unem-se."

[147] Ibid., p. 236 : "*A excessiva segmentação dos mercados envolvidos pode levar à falsa conclusão de que duas empresas não são concorrentes quando, na realidade, competem entre si.*"

[148] Ibid., p. 237. "Lançando mão desse instrumento, pode-se diluir o *market power* do agente econômico, (...). Ao invés, a segmentação do mercado relevante é capaz de levar à configuração de posição dominante (...)."

Até a operação HSBC/Bradesco[149], em 2015, – com exceção de alguns produtos como os seguros – as etapas de distribuição e desenvolvimento do produto integravam o mesmo mercado relevante em razão da arquitetura fechada das plataformas dos bancos tradicionais, onde se comercializavam exclusivamente produtos desenvolvidos, geridos e administrados internamente.

Na operação Itaú/Citibank[150], em 2017, o órgão antitruste identificou novas relações de concorrência decorrentes da arquitetura aberta de novos *players*. Diante de tal mudança de cenário, o CADE cingiu o elo de distribuição dos mercados relevantes outrora considerados integrados em razão da arquitetura fechada dos grandes bancos.

No Ato de Concentração XP Investimentos e Itaú Unibanco, o CADE adotou a linha da segmentação na operação Itaú/Citibank, mas, em vez de segmentar a etapa à jusante, definiu-a no mercado de distribuição de produtos de investimento para o varejo[151].

Assim, as definições dos mercados relevantes espelham simultaneamente o início do movimento de desbancarização dos produtos de investimentos e o potencial disruptivo da *maverick* XP Investimentos.

3.2.4.1.1 Dimensão Material

3.2.4.1.1.1 Os mercados relevantes de seguro habitacional, de vida e de corretagem de seguros

As seguradoras são instituições que assumem o risco da ocorrência do sinistro pelo segurado em contrapartida ao pagamento de um prêmio[152], o qual deve ser parcialmente direcionado à constituição de reservas técnicas para pagamento da cobertura[153].

As reservas técnicas serão aplicadas conforme as diretrizes do CMN[154-155], observado os critérios de remuneração adequada, segurança e liquidez[156]. Segundo Assaf, as

---

[149] A operação HSBC/Bradesco transitou no CADE sob o AC nº 08700.010790/2015-41.
[150] A operação Itaú/Citibank transitou no CADE sob o AC nº 08700.001642/2017-05.
[151] CADE, 2016, p. 13. Como as mutáveis relações de concorrência estão sempre se alterando com o tempo, a definição do mercado relevante é dinâmica. Eis uma das razões pela qual o histórico de definição dos MR não é vinculante ao CADE. "Assim, a delimitação do MR não vincula o Cade, seja porque é um mero instrumento de análise, seja porque o mercado é dinâmico."
[152] ASSAF NETO, 2018, p. 89. "Sociedades seguradoras: são instituições especializadas em elaborar contratos de seguros que preveem alguma indenização em caso de ocorrência do risco (acidentes, incêndio, morte etc.). O segurado, para ter o benefício, paga uma determinada quantia à sociedade, denominada de "prêmio"."
[153] GALVÃO, Alexandre et al, 2006, p. 65. "Dos prêmios retidos pelas seguradoras, uma parcela deve ser direcionada para a constituição de reservas técnicas destinadas ao pagamento de indenizações resultantes da ocorrência dos eventos (sinistros) previstos nos contratos celebrados com os seus clientes."
[154] Art. 28, do Decreto-Lei nº 73, de 1966: "A partir da vigência dêste Decreto-Lei, a aplicação das reservas técnicas das Sociedades Seguradoras será feita conforme as diretrizes do Conselho Monetário Nacional." Neste sentido, o art. 1º da Resolução CMN nº 4.444, de 2015: "Os recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, (...), das entidades abertas de previdência complementar (...), conforme

sociedades seguradoras integram o Sistema Financeiro Nacional em razão deste investimento compulsório[157-158]. Ressalte-se que as sociedades seguradoras não pagam juros aos segurados[159] e tampouco podem exercer qualquer outra atividade[160].

O CADE vem segmentando os mercados relevantes de seguro conforme a classificação da Circular Susep nº 395/2009, cujo art. 7º estabelece como regra que "os planos compostos não poderão conter coberturas agregadas pertencentes a Grupos distintos"[161].

Esses grupos são compostos por ramos, que, por sua vez, consistem em um conjunto de coberturas diretamente relacionadas ao objeto ou objetivo do plano de seguro[162]. Assim, a cada grupo de seguros o CADE atribui um mercado relevante específico.

Não obstante a segmentação do MR conforme os grupos de seguros, a autarquia antitruste definiu um único mercado relevante de corretagens de seguros, pois "um mesmo agente pode distribuir diversos tipos de produtos ao consumidor final"[163].

Logo, o CADE definiu os mercados relevantes de seguro habitacional e de vida[164], à montante; e o mercado relevante de corretagem de seguros, à jusante.

3.2.4.1.1.2 O mercado relevante de corretagem de valores

---

disposto nas respectivas leis que tratam do assunto, devem ser aplicados conforme as diretrizes estabelecidas nos Capítulos II a VII, IX e X deste Regulamento, (...)."

[155] ASSAF NETO, 2018, p. 482: "Toda pessoa jurídica que tem por obrigação legal investir parte de seu patrimônio no mercado financeiro é conhecida por **investidor institucional**. No Brasil, são considerados investidores institucionais os fundos de investimento, fundos de pensão, companhias seguradoras, (...), entidades de previdência privada abertas e fechadas, entre outros." (grifo nosso).

[156] Art. 29, caput, do Decreto -Lei nº 73, de 1966: "Os investimentos compulsórios das Sociedades Seguradoras obedecerão a critérios que garantam remuneração adequada, segurança e liquidez."

[157] ASSAF NETO, op. cit., p. 87. "As companhias seguradoras estão consideradas no Sistema Financeiro Nacional por terem a obrigação de aplicar parte de suas reservas técnicas no mercado de capitais."

[158] Sublinhe-se o enquadramento das seguradoras como instituição financeira segundo o art. 18, § 1º, da Lei nº 4.595, de 1964: "Art. 18. § 1º Além dos estabelecimentos bancários oficiais ou privados, (...), também se subordinam às disposições e disciplina desta lei no que for aplicável, as bolsas de valores, companhias de seguros (...)".

[159] Decreto-Lei nº 73, de 1966, art. 30: "As Sociedades Seguradoras não poderão conceder aos segurados comissões ou bonificações de qualquer espécie, nem vantagens especiais que importem dispensa ou redução de prêmio."

[160] Decreto-Lei nº 73, de 1966, art 73: "As Sociedades Seguradoras não poderão explorar qualquer outro ramo de comércio ou indústria."

[161] Art. 7º, da Circular Susep nº 395/2009, art. 7º: "Ressalvados os casos expressamente previstos nesta Circular, os planos compostos não poderão conter coberturas agregadas pertencentes a Grupos distintos."

[162] Art. 3º, da Circular Susep nº 395/2009, "art. 3º: Para efeitos desta Circular, consideram-se as seguintes definições: I – Grupo: conjunto de ramos que possuem alguma característica comum; II – Ramo: conjunto de coberturas diretamente relacionadas ao objeto ou objetivo do plano de seguro; (...)."

[163] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, § 76, que segue o precedente da definição de MR do AC nº 08012.005526/2010-39 (Partes: Banco do Brasil.; BB Seguros Participações; e Mapfre Vera Cruz Seguradora).

[164] Voto Conselheiro Relator, §§ 70 e 98. A lista com os grupos está disponível em: http://www2.susep.gov.br/bibliotecaweb/docOriginal.aspx?tipo=3&codigo=30333. Acesso: 08 maio 2020.

A atividade das corretoras de valores consiste na intermediação de títulos e valores mobiliários nas Bolsas de Valores[165]. Ambas precisam da autorização do BACEN[166] e da CVM[167] para funcionarem. Por sua vez, cumpre ao CMN fixar as condições pelas quais as corretoras de valores mobiliários poderão funcionar em mais de uma Bolsa de Valores[168].

A análise da evolução do MR de corretagem de valores passa pela formação da BMF&Bovespa, em 2008[169]. Anteriormente, este MR era segmentado entre a Bovespa (mercado à vista) e a BM&F (mercado de futuros e derivativos). Contudo, no julgamento da aquisição da corretora Ágora pelo Bradesco, em 2008, essas bolsas já haviam se fundido, e o Conselheiro-Relator do caso considerou o MR de corretagem de valores unificado[170].

No caso XP Investimentos e Itaú Unibanco, o CADE seguiu este precedente e definiu o mercado relevante de corretagem de valores em geral, ressaltando a não segmentação seja pelo critério de classe do ativo (ações ou derivativos) ou do perfil de atuação de cada corretora (varejo ou institucional)[171].

3.2.4.1.1.3 Os mercados relevantes de gestão e de administração de recursos de terceiros

A administração de recursos de terceiros consiste na constituição[172], manutenção e funcionamento dos fundos de investimentos[173] e na prestação de informações à

[165] Art. 8º, caput, da Lei nº 4.728/65: "A intermediação dos negócios nas Bôlsas de Valôres será exercida por sociedades corretoras membros da Bôlsa, cujo capital mínimo será fixado pelo Conselho Monetário Nacional."
[166] Art. 3º, da Lei nº 4.728/65: "Compete ao Banco Central: I - autorizar a constituição e fiscalizar o funcionamento das Bôlsas de Valôres; II - autorizar o funcionamento e fiscalizar as operações das sociedades corretoras membros das Bôlsas de Valôres (arts. 8º e 9°) e das sociedades de investimento."
[167] Art. 3º, da Resolução do BACEN nº 1.655, de 1989: "Art. 3º A constituição e o funcionamento de sociedade corretora dependem de autorização do Banco Central do Brasil". Quanto à autorização da CVM, dispõe o art. 16, da Lei nº 6.385/76: "Depende de prévia autorização da Comissão de Valores Mobiliários o exercício das seguintes atividades: III - mediação ou corretagem de operações com valores mobiliários."
[168] Art. 8º, § 3º da Lei nº 4728/65: "Nas condições fixadas pelo Conselho Monetário Nacional, a sociedade corretora poderá ser membro de mais de uma Bôlsa de Valôres".
[169] A fusão entre a Bovespa e a BM&F transitou no CADE sob o AC nº 08012.005300/2008-13.
[170] Segue o trecho do voto do então Conselheiro-Relator Olavo Zago Chinaglia sobre a definição do MR: "O mercado definido pela Secretaria, então dividido em corretagem de títulos e valores negociados na Bovespa e corretagem de títulos e valores negociados na BM&F deixa de ser aplicável, substituindo-se simplesmente pelo de corretagem de títulos e valores negociados em bolsa, em âmbito geográfico nacional."
[171] Confira os §§ 33 e 41 do Parecer Técnico SG nº 24/2017 e do voto do Cons.-Relator Paulo Burnier no AC XP Investimentos/Itaú Unibanco respectivamente.
[172] Instrução CVM nº 555, de 2014: "art. 6º O fundo será constituído por deliberação de um administrador a quem incumbe aprovar, no mesmo ato, o regulamento do fundo"; "art. 7º O funcionamento do fundo depende do prévio registro na CVM, o qual será procedido por meio do envio, pelo administrador, (...)"; e, "art. 44. O fundo é regido pelo regulamento, que deve, obrigatoriamente, dispor sobre: VI – política de investimento, de forma a caracterizar a classe do fundo, em conformidade com o disposto no art. 108."
[173] Ibid., art. 78: "A administração do fundo compreende o conjunto de serviços relacionados direta ou indiretamente ao funcionamento e à manutenção do fundo, que podem ser prestados pelo próprio administrador ou por terceiros por ele contratados, por escrito, em nome do fundo."

CVM e aos cotistas[174]. No instrumento da constituição do fundo, o administrador também deve submeter à CVM o regulamento, no qual constará a política de investimentos.

A atividade do gestor de recursos de terceiros (*asset management*) consiste no gerenciamento dos ativos financeiros da carteira do fundo de investimentos, possuindo poderes para (i) "negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros" e (ii) "exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo"[175]. O exercício da gestão dos ativos deve observar o regulamento do fundo, especificamente a política de investimentos, os objetivos, o risco e a liquidez[176].

O CADE segmentou estes mercados na operação HSBC/Bradesco e manteve o entendimento no caso Itaú/Citibank, no qual cogitou que a integração vertical observada entre essas atividades decorreria da concentração dos bancos tradicionais e não meramente da autorização da Instrução CVM nº 558, de 2015, que permite o registro de pessoa natural ou jurídica como administrador fiduciário e gestor de recursos simultaneamente[177].

Certamente, a emergência de *players* de plataformas abertas atraiu os gestores não vinculados aos grandes bancos que, por sua vez, aqueceu o mercado de administração fiduciária. Neste sentido, no caso XP Investimentos/Itaú Unibanco a SG apontou que[178]:

> Embora seja comum que algumas instituições ofertem ambos os serviços, especialmente grandes bancos, também não é incomum, especialmente no mercado de gestores independentes, não vinculados aos grandes conglomerados financeiros, que atividade de administração de seus fundos seja realizada por um terceiro.

Assim, no caso XP Investimentos e Itaú Unibanco, o CADE continuou a definir separadamente os mercados relevantes de gestão de recursos de terceiros (*asset management*) e de administração de recursos de terceiros.

3.2.4.1.1.4 O mercado relevante de previdência privada aberta

---

[174] Instrução CVM nº 555, de 2014, art. 40, § 1º, I: "§1º As informações referidas no caput devem ser: I - verdadeiras, completas, consistentes e não induzir o investidor a erro."

[175] Ibid., art. 78, § 3º, caput, I e II: "A gestão da carteira do fundo é a gestão profissional, conforme estabelecido no seu regulamento, dos ativos financeiros dela integrantes, desempenhada por pessoa natural ou jurídica credenciada como administradora de carteiras de valores mobiliários pela CVM, tendo poderes para: I –negociar e contratar, em nome do fundo de investimento, os ativos financeiros e os intermediários para realizar operações em nome do fundo, bem como (...); e II – exercer o direito de voto decorrente dos ativos financeiros detidos pelo fundo, realizando todas as demais ações necessárias para tal exercício, observado o disposto na política de voto do fundo."

[176] Disponível em: https://www.investidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/fundos_investimentos/administrador_e_gestor.html. Acesso em: 18 maio 2020.

[177] Parecer Técnico SG nº 16/2017, p. 23. "Sobre essas duas figuras, a Instrução nº 558/CVM, de 26 de março de 2015, dispõe que a pessoa natural ou jurídica pode solicitar o registro nas categorias de administrador fiduciário, de gestor de recursos **ou em ambas as categorias**, desde que se adeque aos requisitos regulamentares previstos especificamente para cada uma delas." (grifo nosso).

[178] Parecer Técnico nº 24/2017, SG, § 37. Reiterado no § 44 do voto do Conselheiro Relator Paulo Burnier.

A definição do CADE em relação à segmentação do mercado à montante de previdência privada aberta foi consoante o seu histórico: apartada dos planos de previdência complementar fechada e do mercado de gestão de recursos de terceiros (*asset management*).

Quanto ao primeiro, segmentou-se, pois os planos de previdência complementar fechada são ofertados apenas para os funcionários de empresas ou organizações patrocinadoras[179-180], ao passo que os planos de previdência privada aberta são distribuídos a quaisquer pessoas físicas[181].

Quanto ao segundo, pois, apesar das semelhanças com o mercado de *asset management* – fundos onde uma gestora aloca os recursos com o objetivo de rentabilizá-los –, os planos de previdência aberta apresentam peculiaridades em termos de tributação, risco e de regulação, consoante os objetivos de formação de poupança para aposentadoria[182-183].

No caso XP Investimentos e Itaú Unibanco, o CADE continuou a definir o mercado relevante à montante em previdência privada aberta, e, no âmbito à jusante, evoluiu seu entendimento ao considerar a comercialização desses planos em um mercado mais amplo de distribuição de produtos de investimentos para o varejo, examinado a seguir.

3.2.4.1.1.5 Distribuição de produtos de investimentos para o varejo

Até o AC HSBC/Bradesco, o CADE delimitava os mercados relevantes de forma integrada em virtude da arquitetura fechada dos bancos tradicionais. Na análise da operação Itaú/Citibank, a autoridade antitruste segmentou a etapa à jusante dos mercados relevantes de previdência privada[184] e *asset management*[185], considerando respectivamente:

> Historicamente, o Cade não separava o mercado de previdência privada do mercado de distribuição/venda de tais produtos, já que tende a prevalecer a oferta verticalizada deste produto. Contudo, com a evolução do mercado financeiro e o

[179] Arts. 4º e 31 da Lei nº 109, de 2001, dispõem respectivamente: "As entidades de previdência complementar são classificadas em fechadas e abertas, conforme definido nesta Lei Complementar."; e "As **entidades fechadas** são aquelas acessíveis, na forma regulamentada pelo órgão regulador e fiscalizador, **exclusivamente**: I – aos empregados de uma empresa ou grupo de empresas e aos servidores da União, dos Estados, do Distrito Federal e dos Munícipios, entes denominados patrocinadores; II - aos associados ou membros de pessoas jurídicas de caráter profissional, classista ou setorial, denominadas instituidores." (grifo nosso).

[180] As entidades fechadas de previdência integram o SFN e são regulados pelo Conselho Nacional de Previdência Complementar – CNCP e pela Superintendência Nacional de Previdência Complementar – Previc.

[181] Art. 36, da Lei nº 109, de 2001: "As **entidades abertas** são constituídas unicamente sob a forma de sociedades anônimas e têm por objetivo instituir e operar planos de benefícios de caráter previdenciário concedidos em forma de renda continuada ou pagamento único, **acessíveis a quaisquer pessoas físicas**." (grifo nosso).

[182] As entidades abertas de previdência integram o SFN e são regulados pelo Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP e pela Superintendência de Seguros Privados – Susep, além da sujeição a CVM.

[183] Essas peculiaridades foram listadas pela SG no Parecer Técnico 24/2017, § 41, p. 10.

[184] Parecer Técnico SG nº 16, Itaú/Citibank, p. 24, sobre o MR de distribuição de fundos/ativos de terceiros.

[185] Ibid., p. 26, sobre o MR de distribuição de planos de previdência privada.

> surgimento de plataformas abertas, em que empresas/corretoras distribuem diversos produtos financeiros estruturados por terceiros, esta SG/Cade entende que seja relevante analisar de maneira separada a parte.
>
> A distribuição de fundos/ativos de terceiros pode ocorrer por meio de: i. plataformas fechadas, nas quais o distribuidor comercializa apenas cotas de fundos administrados por seu grupo econômico; ou ii. plataformas abertas, nas quais o distribuidor também comercializa cotas de fundos administrados por terceiros.

O modelo de distribuição de arquitetura fechada é adotado pelos incumbentes, ao passo que o modelo de arquitetura aberta foi inaugurado pela XP Investimentos no Brasil. Este é operacionalizado em um mercado de dois lados, onde se pareiam os diversos produtos de diferentes gestores, do lado ofertante, aos investidores brasileiros, do lado demandante.

Os mercados relevantes de distribuição reclamam a atenção do CADE à análise do poder de compra[186], pois a concentração pode ter o condão de aglutinar o poder de compra do distribuidor no mercado à montante e até de formar um poder de monopsônio[187, 188 e 189], o qual "pode gerar efeitos negativos, inclusive no mercado à jusante, com potenciais implicações sobre os consumidores."[190] Os benefícios dos custos de transação[191] podem não ser suficientes para contrabalancear eventual exclusividade ou fechamento do mercado[192].

Tradicionalmente, a análise do CADE nos mercados à jusante parte da definição de um conjunto de produtos considerados como substitutos razoáveis pelo

---

[186] CADE, 2016, p. 40. "A análise de poder de compra é complexa, dado que, a princípio, o poder de compra resulta em menores preços nos insumos que pode implicar descontos também no preço final praticado aos consumidores. O escrutínio do poder de compra, portanto, deve ser feito com cuidado, para que eventuais efeitos positivos aos consumidores sejam preservados."

[187] MANKIW, 2018, p. 374. PINDYC, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomics*. 9th ed. Global Edition: Pearson Education, 2018, p. 369. "A monopoly is a market that has only one seller but many buyers. A monopsony is just the opposite: a market with many sellers but only one buyer."

[188] Ibid., p. 370. "Monopoly and monopsony power are two forms of market power: the ability—of either a seller or a buyer—to affect the price of a good."

[189] Ibid., p. 394. "With one or only a few buyers, some buyers may have monopsony power: a buyer's ability to affect the price of a good. Monopsony power enables the buyer to purchase a good for less than the price that would prevail in a competitive market."

[190] CADE, 2016, p. 41.

[191] Cf. FORGIONI, p. 377. "(...) definimos *custos de transação* como aqueles em que a empresa incorre mesmo antes de realizar o negócio (*ex ante costs*) para encontrar o parceiro, conceber, negociar, minutar e blindar o acordo, bem assim os custos posteriores (*ex post costs*) relacionados a problemas e ajustes que vem à tona durante a vida do contrato por conta de inevitáveis lacunas, erros, omissões e fatos que não foram antecipadamente previstos pelas partes."

[192] Ibid., p. 382. "*É esse tipo de fenômeno que se tem em mente ao afirmar que a restrição vertical (no caso a exclusividade) pode, em potencia, fechar o mercado aos concorrentes*" e "O impacto concorrencial deriva da obstrução do acesso aos produtos, serviços ou canais de distribuição pelos agentes econômicos que não participam do contrato." As lições da autora se referem aos acordos verticais, contudo, seus impactos, porquanto se fundamente na aglutinação de poder econômico, são válidos para os atos de concentração verticais.

consumidor, pois os demandantes recorreriam a outra plataforma com similar portfólio ante um eventual abuso de poder econômico da requerente[193].

Neste sentido, a SG identificou os produtos de investimentos distribuídos pelas plataformas abertas, conforme o quadro seguinte:

Quadro 2: serviços ofertados pelas plataformas abertas

Corretora/produto ofertado	Fundos	Produtos bancários	Privados não bancários	Previdência	Tesouro direto	Ações
XP	X	X	X	X	X	X
Easynvest	X	X	X		X	X
Ativa	X	X	X	X	X	X
BTG Digital	X	X	X	X		X
Guide	X	X	X	X	X	X
Órama	X	X				
Genial	X	X	X	X	X	X
Planner	X	X			X	X
Ágora	X	X	X		X	X

Fonte: Parecer Técnico nº 24/2017 e decisão do SG no AC XP Investimentos e Itaú Unibanco.

Ao final, a SG considerou a incipiência do mercado e resolveu por não delimitar um portfólio mínimo de produtos de investimentos nas plataformas abertas[194]. Ressalte-se que não foram abarcados os seguros, pois não são produtos de investimentos[195], e as corretoras exclusivamente de valores mobiliários, pois não são plataformas de investimentos de arquitetura aberta[196].

Após identificar os agentes econômicos ofertantes do mercado relevante, a SG empreendeu na segmentação do mercado conforme a classe ou perfil dos investidores atendidos pelas plataformas. Verificou-se que essas plataformas abertas operam basicamente com o mercado de varejo, inclusive a XP Investimentos. Apesar de o Itaú Unibanco ser um forte *player* de clientes institucionais, restringiu-se o mercado relevante aos clientes de varejo, pessoas físicas e jurídicas[197].

Por fim, o CADE definiu o mercado de distribuição de produtos de investimentos para varejo[198], evoluindo seu entendimento dado que os mesmos *players* concorrem na distribuição tanto de fundos como de planos de previdência privada aberta.

---

[193] Parecer Técnico SG nº 24/2017, §§ 48 e 49, p. 12. A autoridade antitruste parte do Teste do Monopolista Hipotético (TMH), o qual utiliza a técnica do SSNIP, para definir o mercado relevante, considerando-se que o desvio de demanda seria direcionado ao agente que oferece uma cesta de produtos (portfólio) semelhante.
[194] Ibid., § 57, p. 15.
[195] Cf. o mercado relevante de corretagem de seguros.
[196] Cf. o mercado relevante de corretagem de valores.
[197] Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 17-18.
[198] Ibid., loc. cit.

Em suma, sob o ponto de vista do consumidor, as plataformas abertas e os bancos tradicionais de arquitetura fechada concorrem na comercialização de produtos de investimentos ao cliente de varejo. Não obstante, elas não concorrem sob o ponto de vista do fornecedor: os bancos tradicionais distribuem exclusivamente produtos desenvolvidos internamente, ao passo que as plataformas abertas disputam entre si os diversos produtos dos gestores independentes. Portanto, restringiu-se a análise do poder de compra às plataformas abertas de investimentos[199].

3.2.4.1.2 Dimensão Geográfica

O CADE definiu a dimensão geográfica de amplitude nacional em todos os mercados relevantes delimitados em virtude do alcance proporcionado pelos canais digitais utilizados tanto pelas plataformas de arquitetura aberta quanto pelos bancos tradicionais de arquitetura fechada[200].

3.2.4.2 Possibilidade do uso do poder de mercado

Após identificar as relações de concorrência de que participam as requerentes, averígua-se se o impacto da concentração sobre o mercado relevante poderia aglutinar poder econômico suficiente para compor a posição dominante face aos demais concorrentes[201].

A análise tradicional pressupõe um nexo causal entre *market share* e *market power*[202]. Trata-se de uma presunção *iuris tantum* entre o controle de parcela de mercado e a posição dominante[203].

O Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE adota o índice HHI (*Herfindahl-Hirschman Index*) para avaliar o supracitado nexo causal[204]. Sumariamente, a partir do *market share* das requerentes e da estrutura do mercado relevante

---

[199] Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 18.
[200] Ibid., p. 20.
[201] FORGIONI, 2016, p. 434. "A avaliação de uma operação de concentração envolve a análise de seu *impacto sobre o mercado* para determinar em que medida este foi concentrado (ou seja, diminuiu o grau de concorrência ali existente)."
[202] Ibid., p 281. "Presume-se que, quando a empresa detém parcela substancial do mercado (*market share*), possui poder econômico tal que lhe permite atuação independente e indiferente, ou, na terminologia norte-americana, possui *market power*."
[203] Lei nº 12.529/11, art. 36, § 2º: "Presume-se posição dominante sempre que uma empresa ou grupo de empresas for capaz de alterar unilateral ou coordenadamente as condições de mercado ou quando controlar 20% (vinte por cento) ou mais do mercado relevante, podendo este percentual ser alterado pelo Cade para setores específicos da economia."
[204] CADE, 2016, p. 24.

(não concentrado[205], moderadamente concentrado[206] ou altamente concentrado[207]), estima-se o impacto do AC pela variação do nível de concentração após a operação[208].

A utilização do índice HHI deve ser relativizada caso uma das requerentes seja "uma empresa do tipo *maverick* ou apresentar estratégia disruptiva" ou "quando a fusão envolver entrante potencial ou recente"[209-210].

Na operação em análise, o CADE constatou que há impacto em nível horizontal e vertical entre alguns dos mercados relevantes delimitados, e utilizou o índice HHI como avaliação inicial da possibilidade do exercício do poder de mercado.

3.2.4.2.1 Sobreposições Horizontais

As requerentes XP Investimentos e Itaú Unibanco rivalizam nos seguintes mercados relevantes: corretagem de seguros; *asset management*; administração de recursos de terceiros; distribuição de produtos de investimento para o varejo; e corretagem de valores[211].

O *market share* da XP Investimentos nos mercados de gestão de recursos de terceiros (*asset management*)[212], administração de recursos de terceiros[213] e corretagem de seguros[214] não ultrapassou sequer um por cento (1%).

Já em relação aos mercados relevantes de corretagem de valores e distribuição de produtos de investimentos, a parcela de mercado detida pela XP foi superior, conforme se verifica respectivamente na delimitação da estrutura desses mercados relevantes pela SG:

---

[205] CADE, 2016, p. 25. Mercado não concentrado: HHI < 1.500 pontos. Regra geral, uma pequena alteração (ΔHHI < 100) não gera problemas concorrenciais. Ademais, não haveria problemas concorrenciais se o HHI indicar a estrutura como não concentrada após a operação.

[206] Ibid., loc. cit. Mercado moderadamente concentrado: HHI entre 1.500 e 2.500 pontos. Haveria possibilidade de exercício do poder de mercado se: ΔHHI > 100.

[207] Ibid., loc. cit. Mercado altamente concentrado: HHI > 2.500 pontos. Haveria possibilidade de exercício do poder de mercado se: 100 ≤ ΔHHI ≤ 200. Caso a variação for além dos 200 pontos, presumivelmente a operação geraria poder de mercado.

[208] Ibid., loc. cit. Vide as notas de rodapé 205, 206 e 207. A variação do índice (ΔHHI) calcula o quanto o mercado foi concentrado após a operação em relação ao estado anterior. Os pontos de HHI correspondem ao quadrado da participação percentual dos *players*.

[209] Ibid., p. 27. O Guia ainda cita outros casos em que o uso do HHI deve ser flexibilizado.

[210] FORGIONI, 2016, p.437. "Sustenta-se que a concentração pode prejudicar a livre-concorrência, ainda que os partícipes não sejam concorrentes, nos casos em que a operação tem o condão de eliminar a concorrência potencial a que estava (seria) exposto um dos agentes."

[211] Parecer Técnico SG nº 24, p. 20.

[212] Ibid., p. 28. No mercado de gestão de recursos de terceiros (*asset management*) a soma das parcelas de mercado das requerentes perfaz 16,39%, dos quais a XP contribui apenas com 0,29%.

[213] Ibid., loc. cit. No mercado de administração de recursos de terceiros a soma das parcelas de mercado das requerentes perfaz 19,60%, dos quais a XP contribui apenas com 0,01%.

[214] Ibid., loc. cit. Embora a participação da XP Investimentos corresponda a 1,5% nos seguros de vida, o mercado à jusante envolve todos os grupos de seguros (item 3.2.4.1.1.1), o que implica um *market share* inferior a 1%. Ademais, o Itaú Unibanco atua de forma cativa e seu *market share* não ultrapassa 20% nos mercado à montante.

Tabela 1: estrutura do mercado de corretagem de valores (2017)

Corretora de valores mobiliários	Volume (em milhões de R$)	Market share (%)
Grupo XP (XP, Clear e Rico)[215]	2.179.904	17,6
Itaú Unibanco	640.041	5,19
UBS	2.374.592	19,2
BGC	1.026.026	8,3
BTG	1.018.359	8,2
Outros	5.117.036	41,4
Total	12.355.958	100

Fonte 1: Parecer Técnico SG nº 24, p. 21. Requerentes, com dados da B3.

Tabela 2: estrutura do mercado de distribuição de produtos financeiros (2017)

Distribuidor	Volume (em milhões de R$)	Market share (%)
Itaú Unibanco	-	10-20
XP	-	0-10
Banco do Brasil	-	30-40
Bradesco	-	10-20
Caixa	-	0-10
Santander	-	0-10
Safra	-	0-10
Outros	221.976	8,2
Total	2.692.240	100

Fonte 2: Parecer Técnico SG nº 24, p. 24. Requerentes, com dados da Anbima e dos concorrentes.

Apesar da participação maior, a utilização do índice HHI indicou ausência de nexo entre o aumento da concentração e a possibilidade de exercício de poder em todos os mercados relevantes supracitados[216].

3.2.4.2.2 Integrações Verticais

O CADE identificou que as requerentes atuam em elos subsequentes da mesma cadeia produtiva nas seguintes atividades: (i) *asset management*, planos de previdência privada e emissão de títulos bancários do Itaú Unibanco e distribuição de produtos de investimento da XP; (ii) *asset management* e administração de recursos de terceiros de ambos; e, (iii) atividade de seguros do Itaú Unibanco e corretagem de seguros da XP[217].

A análise da integração vertical examina se a aglutinação de poder econômico possibilitaria a discriminação ou mesmo o fechamento do mercado aos concorrentes, conforme o Parecer Técnico da SG[218]:

> Como é praxe em análises de integração vertical, procura-se avaliar se alguma das partes envolvidas é capaz de fechar o mercado ou adotar estratégias discriminatórias em relação aos seus rivais em alguma das etapas da cadeia dos produtos ou serviços

[215] Discriminação do *market share* do Grupo XP: XP (17,04%); Clear (0,03%); e Rico (0,60%).
[216] Parecer Técnico SG nº 24, p. 25. Ressalte-se que apenas a estrutura do MR de distribuição foi classificada como um mercado moderadamente concentrado (HHI de 1983 pontos), contudo a variação foi inferior a 100 pontos. As estruturas dos demais MR ficaram aquém de 1500 pontos (mercado não concentrado).
[217] Ibid., p. 25.
[218] Parecer Técnico SG nº 24, p. 24, § 105.

> envolvidos. Em suma, se uma das partes possui posição dominante no mercado à montante ou à jusante, ela poderia prejudicar concorrentes na etapa adjacente, seja restringindo ao concorrente à jusante a oferta de insumos (...), ou vedando ao concorrente à montante o acesso a canais de distribuição (...).

Logo, o CADE também delimita o contorno da estrutura do mercado relevante para verificar se eventual posição dominante da requerente prejudicaria o elo adjacente[219].

As disposições das requerentes nos mercados relevantes dos itens (ii) e (iii) foram realizadas no tópico anterior, no qual se concluiu preliminarmente pela ausência de posição dominante[220].

Já o *market share* da XP Investimentos na (i) distribuição de produtos de investimentos entre as plataformas abertas corresponde a praticamente metade do mercado[221], o que poderia implicar restrições verticais ante a atuação do adquirente na etapa à montante.

Pontua-se que este reforço de integração vertical não ocorre no sentido inverso, apesar de a XP atuar no mercado à montante e o Itaú Unibanco na etapa à jusante[222]. Isto decorre da arquitetura fechada adotada pelo banco tradicional. Logo, não haveria risco de fechamento ou discriminação dos gestores independentes na plataforma do Itaú Unibanco, porquanto o adquirente comercializa exclusivamente produtos desenvolvidos internamente.

No sentido anterior, a situação difere em virtude da arquitetura aberta da XP: fundos de investimento, planos de previdência privada e títulos de emissões bancárias de rivais da parte adquirente são escoados pela plataforma da adquirida.

Para averiguar se a operação possibilitaria a discriminação ou mesmo a vedação da plataforma da XP Investimentos aos rivais do Itaú Unibanco, a SG prosseguiu com a análise clássica e perscrutou a disposição das plataformas abertas na estrutura do mercado relevante de distribuição de produtos de investimentos para o varejo[223]:

---

[219] FORGIONI, 2016, p. 437. "As análises das concentrações costumam também deixar de ponderar fatores ligados ao *mercado da distribuição* e do *fornecimento dos produtos envolvidos na* operação, ou seja, relacionados aos *aspectos verticais* da concentração."

[220] A estrutura do mercado relevante de (i) distribuição de produtos de investimentos foi realizada na Tabela 2 do tópico anterior. Contudo, centrou-se na análise do poder de venda oriundo da operação. Nesta estrutura, bancos tradicionais e plataformas abertas rivalizam sob a ótica do investidor de varejo. A sobreposição horizontal ocorre exclusivamente no lado da demanda, conforme se verifica neste tópico. Sobre *market share* e poder de venda, cf. CADE, 2016, p. 22.

[221] A estrutura do mercado relevante da distribuição de produtos de investimento foi delimitada centrada na análise do poder de venda e de compra oriundo. Bancos tradicionais e plataformas abertas – logo, as partes – rivalizam sob a ótica do investidor de varejo, mas não sob a ótica dos produtores independentes. Esta sobreposição horizontal ocorre exclusivamente no lado da demanda (poder de venda); inversamente, a integração vertical ocorre apenas no lado da oferta (poder de compra). Sobre *market share* e poder de compra, cf. CADE, 2016, p. 23. Leia-se o item "3.2.4.1.1.5. Distribuição de produtos de investimentos para o varejo".

[222] Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 4, § 14.

[223] Ibid., p. 26. Esta tabela está no § 107.

Tabela 3 Estrutura de mercado de distribuição de produtos financeiros – plataformas abertas (2017)

Plataforma aberta de investimentos	Volume (R$ milhões)	Market share (%)
XP (XP e Rico)	-	40-50
Planner	-	10-20
Genial	-	10-20
Easynvest	-	0-10
Ágora	-	0-10
Mirae	-	0-10
Guide	-	0-10
Órama	-	0-10
BTG Digital	-	0-10
Spinelli	-	0-10
Total	140.870	100%

Fonte 3 Parecer Técnico SG nº 24. Requerentes e concorrentes

Logo, a análise clássica revela a importância da posição da adquirida XP Investimentos dentre as plataformas abertas concorrentes para o escoamento de fundos, planos de previdência privada e títulos bancários dos rivais à montante do banco adquirente.

3.2.4.2.3 Conclusão preliminar da análise tradicional

A utilização do índice HHI não indicou nexo causal entre o *market share* e o *market power* em nenhuma das sobreposições horizontais do AC. Não obstante, a conclusão preliminar do índice foi relativizada no mercado de corretagem de valores mobiliários, pois a requerente XP figura como uma empresa *maverick*[224].

Na análise vertical, a partir do índice HHI, avaliou-se se o *market share* das partes em um mercado relevante indicaria *market power* apto a prejudicar o elo adjacente. Constatou-se tal possibilidade no reforço de integração vertical entre as atividades de *asset management*, planos de previdência privada e emissão de títulos bancários do Itaú Unibanco e distribuição de produtos de investimento da XP, porquanto a preponderância desta no escoamento dos produtos dos rivais daquele poderia gerar incentivo para prejudicá-los. Além da análise tradicional, o CADE prosseguiu ao exame antitruste dessa integração vertical em razão da XP Investimentos também atuar como *maverick*[225] neste mercado relevante.

3.2.4.2.4 Análises antitrustes complementares

[224] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 22, § 88. "Contudo, a diretriz a respeito do uso do HHI prevê algumas exceções, como é o caso de operações em que uma das partes for empresa do tipo *maverick*, ponto que será esmiuçado mais adiante. Por enquanto, considerando uma análise ordinária deste mercado, a operação não teria nexo com o aumento da possibilidade de exercício do poder de mercado."
[225] Ibid., p. 28, § 118.

Apesar do *market share* constituir um forte indício de *market power*, "nem sempre o elevado percentual de mercado detido pela empresa significa a existência de posição dominante, assim como sua diminuta participação pode não implicar ausência de poder."[226]

Há outros fatores que influenciam no condão entre a operação e a probabilidade do exercício de poder de mercado unilateral[227] ou a atuação coordenada[228] e, por isso, precisam ser analisados conjuntamente[229].

3.2.4.2.4.1 Empresa *maverick*

As autoridades antitrustes complementam a análise clássica quando uma das partes atuar como *maverick*[230-231-232], isto é, quando apresente rivalidade disruptiva[233]. A inovação disruptiva abrange tanto novos processos ou produtos quanto novos modelos de negócios[234]. Tal inovação reestruturaria ou criaria novos mercados[235]. O Guia para Análise de Concentração Horizontal do CADE apresenta as seguintes características de uma *maverick*[236]:

> Geralmente são empresas com um baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços de mercado para baixo ou empresas que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam. Nesse sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os preços das empresas com maior market share.

Logo, a presença de uma *maverick* diminui a propensão à coordenação tácita ou expressa dos incumbentes. A mera subtração de um agente econômico já aumentaria a

---

[226] FORGIONI, 2016, p. 283.
[227] CADE, 2016, p. 38. "(...), analisa-se se a empresa resultante da concentração entenderá como lucrativa a supressão unilateral do nível de produção e a elevação do preço de mercado." Tal comportamento é similar ao de um agente econômico monopolista, onde este é um *price maker*, vide nota 103.
[228] Ibid., p. 42. "A fim de prevenir o exercício abusivo de poder de mercado, avalia-se se a operação torna mais provável a coordenação entre as empresas e o arrefecimento da rivalidade a ponto de tornar lucrativo um aumento conjunto de preços ou mesmo a alteração de outras variáveis competitivas, tais como inovação e qualidade, todas com forte impacto no bem-estar do consumidor."
[229] FORGIONI, 2016, p. 293.
[230] DARAI, D.; ROUX, C.; SCHNEIDER F. Mergers, Mavericks, and Tacit Collusion. *Cambridge Judge Bussiness School*. Working Paper no. 02/2019, p. 4. "Antitrust authorities all over the world give a prominent role to mavericks in their merger review processes."
[231] U.S. Department of Justice and the Federal Trade Comission. *Horizontal Merger Guidelines*. 2010, p. 3. "The Agencies consider whether a merger may lessen competition by eliminating a "maverick" firm, i.e., a firm that plays a disruptive role in the market to the benefit of customers."
[232] OCDE. *Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings*. OJ C 031, 2004, Seção 20d: "one of the merging firms is a maverick firm with a high likelihood of disrupting coordinated conduct".
[233] CADE, 2016, p. 10. "Empresas mavericks são aquelas que apresentam um nível de rivalidade do tipo disruptivo, isto é, possuem um maior incentivo a desviar que a maioria dos rivais."
[234] OCDE. *Hearing on Disruptive Innovation*. 2015. Paris, p. 3. Disponível em: http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP(2015)3&docLanguage=En. Acesso em: 20 ago. 2020.
[235] Ibid., p. 2.
[236] CADE, 2016, p. 51.

predisposição à cartelização[237]. Mas, mais que sua repercussão face aos atos unilaterais[238], as autoridades antitrustes salientam a tendência da *maverick* em desviar da coordenação[239-240-241].

Quando a estrutura do mercado relevante apresenta poucos rivais e elevadas barreiras à entrada, as competições por preço tendem a não aumentar o *market share* dos *players* em razão da imediata reação dos rivais, o que poderia causar uma guerra de preços[242]. Por isso, os rivais tendem a elevar seus preços espontaneamente[243]. Tal comportamento unilateral é economicamente racional e, por isso, o paralelismo consciente não é ilícito: sanciona-se apenas a cartelização entre os incumbentes[244-245].

As empresas *mavericks* tendem a receber mais ofertas de aquisição que os demais *players* quando os preços estão mais próximos do custo marginal[246]. As autoridades antitrustes complementam a análise clássica para adequar a posição da parte que, mesmo com um baixo *market share*, atua como *maverick*, exercendo pressão competitiva disruptiva, disciplinadora de preços e estimuladora à inovação. Desta forma, o CADE pondera se o AC apresenta viés defensivo consistente na eliminação de uma *maverick* no mercado[247-248].

---

[237] FORGIONI, 2016, p. 358. DARAI, D.; ROUX, C.; SCHNEIDER F, 2019, p. 2. "A merger exhibits coordinated effects if it enhances the scope for tacit collusion in the post-merger market. One way a merger may help collusion is by reducing the number of independent decision makers. The structural presumption that high market concentration facilitates collusion enjoys vast theoretical and experimental support in economics."

[238] OCDE, 2015. Paris, p. 10. "Incumbents may opt to use one or more of the potentially unlawful unilateral strategies (...). However, such strategies may be less likely to succeed against a firm with a disruptive business model, product, or process (...)."

[239] CADE, p. 43. "Os seguintes fatores, portanto, tornam maior a probabilidade de que as empresas exerçam coordenadamente poder de mercado: (...); Ausência de formas de conduta de precificação mais agressiva e não comprometidas com a cooperação (mavericks)." Ibid., p. 51. "No que se refere à possibilidade de efeitos coordenados gerados pela operação, é importante considerar que empresas do tipo maverick podem dificultar a formação de cartéis, (...)."

[240] U.S., 2010, p. 24. "An acquisition eliminating a maverick firm (see Section 2.1.5) in a market vulnerable to coordinated conduct is likely to cause adverse coordinated effects."

[241] OCDE, 2004. Seção 42. "The reduction in the number of firms in a market may, in itself, be a factor that facilitates coordination. However, a merger may also increase the likelihood or significance of coordinated effects in other ways. For instance, a merger may involve a 'maverick' firm (...)."

[242] FORGIONI, 2016, p. 363. Relativamente ao paralelismo consciente, "não é possível a condenação dos agentes econômicos por terem agido de forma racional, respondendo a estímulos do mercado, sem que tenham lançado na prática de qualquer ato ilícito."

[243] Ibid., p. 364.

[244] Ibid., p. 365.

[245] Ibid., p. 364. BAKER, Jonathan B. Mavericks, Mergers, and Exclusion: Proving coordinated Effects Under the Antitrust Laws. *New York Review*. v. 77:135, 2002, p. 157. "Rivals are not permitted to agree on price, but if, through price leadership or otherwise, they reach a supracompetitive price without engaging in conduct that can be enjoined as an agreement, they are not prohibited from doing so."

[246] DARAI, D.; ROUX, C.; SCHNEIDER F., 2019, p. 1. "Our findings suggest that firms send more merger offers when prices are closer to marginal costs. Maverick firms that cut prices and thereby fuel competition are the predominant (but reluctant) receivers of these offers."

[247] Ibid., p. 15. "By definition, collusion fails when there is at least one maverick to undercut the other firms' posted price. Mergers can then be used to eliminate the mavericks and subsequently increase the market price."

[248] CADE, 2016, p. 10.

In casu, a SG verificou que o modelo de negócios de plataforma de investimentos aberta inaugurado pela XP Investimentos no Brasil em 2011 é responsável pela disrupção no setor denominada de desbancarização.

Tal fenômeno consiste na evasão do fluxo de investimento dos clientes de varejo dos bancos tradicionais para as plataformas abertas, atraídos, sobretudo, pelo menor custo, maior rentabilidade e acessibilidade em relação aos bancos de arquitetura fechada[249].

A expressividade dessa pressão competitiva exercida aos bancos tradicionais foi auferida pela SG a partir da evolução do *market share* da XP entre 2012 e 2017[250]:

Tabela 4 Evolução de Market Share XP (2012 - 2017)

Mercado Relevante	Market share (2012)	Market share (2017)
Corretagem de valores	1,61%	17,67%
Administração de recursos de terceiros	0,00%	0,01%
Gestão de recursos de terceiros (*asset managment*)	0,06%	0,29%
Distribuição de produtos de investimentos	0,6%	2,7%

Fonte 4 Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 34. Elaborado a partir de dados da Anbima e dos *players*.

Comparando à evolução do mercado em termos de captação líquida, o crescimento anual da requerente XP correspondeu a 38%, 65%, 120% em 2014, 2015 e 2016, ao passo que a respectiva taxa de crescimento do mercado foi de 12%, 15% e 13%[251]. No ano da submissão da operação ao CADE, em 2017, o crescimento da XP praticamente dobrou[252].

A SG entendeu que a XP Investimentos atua como *maverick* nos mercados relevantes de corretagem de valores mobiliários e de distribuição de produtos de investimentos, apesar da evolução deste em menor grau, a contestabilidade advinda do modelo de plataforma aberta neste mercado foi considerado pelo órgão antitruste[253].

As requerentes se manifestaram em relação à impugnação do Superintendente-Geral ao Tribunal do CADE de forma contrária a sua classificação de *maverick*. Sucintamente, argumentaram que a disrupção seria do próprio modelo de negócios de plataforma aberta, de fácil replicação em um mercado caracterizado por baixas barreiras à entrada, e, por conseguinte, a XP Investimentos não seria uma *maverick*[254].

---

[249] Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 64, § 262.
[250] Ibid., p. 34.
[251] Ibid., loc. cit.
[252] Ibid., loc. cit.
[253] Ibid., p. 35.
[254] A manifestação das requerentes à impugnação do SG foi acostada nos autos do AC Itaú Unibanco e XP Investimentos sob o Documento nº 0436112. Cf. o item "III, b" da manifestação.

Não obstante, o Conselheiro-Relator Paulo Burnier da Silveira constatou que, apesar do modelo de negócio da XP Investimentos ser disruptivo, isto não a descaracterizaria como uma empresa *maverick* nos mercados relevantes de corretagem de valores mobiliários e distribuição de produtos de investimentos[255].

Por fim, o CADE flexibilizou a utilização do HHI porquanto a sua perspectiva estática não apreenderia a expectativa de crescimento do *market share* das requerentes[256] e complementou a conclusão preliminar da análise clássica nos mercados relevantes onde a XP Investimentos atua como *maverick*[257-258].

3.2.4.2.4.2 Mercado de múltiplos lados

O modelo de negócio de plataforma aberta de investimentos inaugurado no Brasil pela *maverick* XP Investimentos é operacionalizado em um mercado de dois lados. Trata-se de um modelo antigo contemporaneamente impulsionado pela ascensão de tecnologias digitais que neutralizam as barreiras de tempo e de espaço[259-260].

Basicamente, uma plataforma de múltiplos lados (dois ou mais) provê uma infraestrutura física ou virtual e condições de funcionamento as quais viabilizam interações que criam valor entre um lado demandante e outro lado ofertante[261-262]. Elas ainda reduzem os custos de transação dos participantes de se acharem, interagirem e transacionarem[263].

---

[255] Voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier da Silveira, p., 38, § 135.

[256] Ibid., loc. cit., § 133, sobre a perspectiva de *market share*. O Guia do CADE ainda relativiza a análise clássica quando uma das partes for concorrente recente ou potencial.

[257] Ibid., p. 39, § 137. Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 35, § 143.

[258] Destaca-se que as captações líquidas da *maverick* XP Investimentos oriundas do Itaú Unibanco corresponderam a 27,4% das captações da parte adquirida em janeiro de 2017. Considerando o Citibank, adquirido pelo Itaú Unibanco, estas somariam 29,5%. Confira a nota de rodapé 79.

[259] PARKER, Geoffrey G.; VAN ALSTYNE, Marshal W.; CHOUDARY, Sangeet P. *Plataforma:* a revolução da estratégia. São Paulo: HSM do Brasil, 2016, p. 14 e 71. EVANS, David S; SCHMALENSEE, Richard. *Matchmakers*: the new economics of multisided platforms. Boston: Harvard Business Review Press. 2016, p. 29. "The Internet and smartphones have turbocharged the ancient matchmaker business model."

[260] EVANS, David S. Multisided Platforms, Dynamic Competition, and the Assessment of Market Power for Internet-Based Firms. *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics*. Paper No. 753, 2016, p. 2. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2468&context=law_and_economics. Acesso em: 05 jul. 2020.

[261] EVANS; SCHMALENSEE, op. cit., p. 17.

[262] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 13.

[263] EVANS, 2016, p. 6. PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, op. cit., p. 18 e 47. "Como vimos, uma plataforma vincula produtores e consumidores e lhes permite trocas de valor. (...) Nesse sentido, as plataformas assemelham-se a qualquer troca econômica ou social, seja ela realizada no mundo analógico, seja no mundo virtual da internet. Em cada troca, produtor e consumidor intercambiam três coisas: *informações, bens* ou *serviços* e algum tipo de *moeda*."

As plataformas de estrutura *multi-sided* diferem fundamentalmente das empresas tradicionais de estrutura *pipeline*[264]. Nestas, o valor é criado e transferido linearmente "da esquerda para a direita": o produto é concebido, fabricado, distribuído e, por fim, vendido ao cliente, em um único sentido[265-266]. Naquelas, os diferentes grupos de participantes se conectam à plataforma e lá interagem e, nesse processo, o valor é criado, modificado, trocado e consumido "em diversos sentidos"[267-268]. Por tal razão, em uma estrutura de plataforma, as demandas dos dois lados são interdependentes.

As peculiaridades das plataformas *online* face às empresas tradicionais imprimem novas regras ao jogo econômico[269], revogam jogadas tradicionais, fomentam novas estratégias para erigir vantagens econômicas que sustentam novas formas de *market power*[270], e, por conseguinte, desafiam as análises tradicionais das autoridades antitrustes[271-272].

Assim, por exemplo, sob a perspectiva de uma empresa de estrutura *pipeline*, a precificação abaixo do custo marginal indicaria a prática antitruste de preço predatório[273-274], porquanto ela é *single-sided*[275], isto é, opera em uma cadeia de valor linear onde há apenas um lado da demanda e, por conseguinte, se concentra apenas no nível de precificação. Contudo, em uma estrutura de plataforma *multi-sided* é comum que a precificação de um lado aquém do

---

[264] CHOUDARY, Sangeet Paul. *Platform Scale*. Platform Thinking Labs. 2015, p. 21. "Pipes have long served as the dominant business design for the industrial economy. Firms build products or craft services, push them out, and sell them to customers. Value is produced upstream and consumed downstream, creating a linear flow of value, much like water flowing through a pipe. In effect, pipes were designed to enable the flow of value in a straight line."

[265] EISENMANN, Thomas; PARKER, Geoffrey; VAN ALSTYNE, Marshal W. Strategies for Two-Sided Markets. *Harvard Business Review*, 84, no. 10, 2006, p. 2 e 8. "In traditional value chains, value moves from left to right: To the left of the company is cost; to the right is revenue. In two-sided networks, cost and revenue are both to the left and the right."

[266] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 14.

[267] EISENMANN; PARKER; VAN ALSTYNE, 2006, p. 2.

[268] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDRAY, op. cit.. loc. cit.

[269] CHOUDARY, 2015, p. 25. "As we move from a world of pipes to one of platforms, the rules of business scale – the guiding principles of how a business grows over time to create greater value – change."

[270] EVANS; SCHMALENSEE, 2016, p. 15. "And they [*multisided platforms*] must use nontraditional, counterintuitive strategies to make money and survive."

[271] EVANS, 2016, p. 2. "In making economically reliable assessments, however, competition authorities, as well as courts, should account for three features of these online platforms that set them apart from many other businesses in evaluating the market power held by these platforms."

[272] Ibid., p. 22. "What's should be clear from the discussion so far is that multi-sided platforms are governed by different rules than traditional linear businesses (...)."

[273] A prática de preço predatório constitui infração à ordem econômico-financeira, conforme o art. 36, § 3º, XV, da Lei do CADE.

[274] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 258. "Em específico, as agências viam a prática de venda de bens ou serviços pelo valor de custo (ou menos) como prova de tentativa de excluir os concorrentes do mercado, na intenção de aumentar os preços assim que a arena competitiva estivesse livre."

[275] EVANS, 2016, p. 8. "They operate along linear supply chain. And since they do not have customers with interdependent demands, they are single-sided."

custo marginal, inclusive quando a plataforma se encontra em uma posição monopolista, maximize o lucro[276-277].

Se, por um lado, esse exemplo evidencia às autoridades antitrustes a necessidade de adequarem a análise clássica para abarcar a interdependência das demandas[278], por outro lado, elucida às empresas que operam em um mercado de dois lados a necessidade de adotarem estratégias tanto acerca do nível de precificação quanto da estrutura dos preços, ou seja, de como os preços são distribuídos entre os agentes econômicos[279-280].

Precisamente, a estrutura de precificação é uma das principais características que identificam as plataformas que operam em um mercado de dois lados, conforme se depreende do Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE[281]:

> O que define um mercado de dois lados não é unicamente o fato de se ter uma plataforma que conecte os dois usuários finais, mas principalmente a relação do volume total de transações com a estrutura de preços, ou seja, como o preço é dividido entre os dois usuários finais.

Ademais, logo no lançamento da plataforma deve-se solucionar um problema oriundo das demandas interdependentes: o dilema "o ovo ou a galinha", ou seja, como atrair um lado sem o outro, pois "os usuários só se filiam a uma plataforma que lhes ofereça valor, mas a plataforma só tem valor a oferecer quando consegue a filiação dos usuários"[282-283].

---

[276] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 258. "Nossa análise mostra que, na verdade, empresas com fortes externalidades de rede dos dois lados do mercado podem maximizar o lucro mesmo quando distribuem serviços a custo zero para um dos lados. (...) quando leva em conta externalidades que perpassam os mercados, as empresas podem racionalmente zerar o preço de bens ou serviços oferecidos para certos grupos de clientes, mesmo na falta de concorrência."

[277] Ibid., p. 31. "Portanto, num mercado bilateral, por vezes faz sentido em termos econômicos aceitar perdas financeiras – não apenas temporariamente, mas sempre – no mercado A, desde que o crescimento dele impulsione a expansão do mercado B, ao qual está relacionado. O único pré-requisito é que os lucros auferidos no mercado B superem as perdas registradas no mercado A."

[278] EVANS; SCHMALENSEE, 2016, p. 24. "Economists now know that many of the formulas we've derived over the last century for traditional firms are wrong for multisided ones. The right formulas must account for the fact that the demand by the customers on the different sides of the platform (...) are interdependent." EVANS, 2016, p. 25.

[279] ROCHET, Jean-Charles; TIROLE, Jean. Platform Competition in two-sided markets. *Journal of the European Economic Association*. v. 1, issue 4, p. 990-1029, 2003, p. 990. "Under multisidedness, platforms must choose a price structure and not only a price level for their service."

[280] EVANS, David S. The Antitrust Economics of Two-Sided Markets. AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies. Related Publication 02-13, 2002, p. 3. "The need for a pricing structure as well as a pricing level distinguishes industries based on a two-sided market from the industries ordinarily studied by economists. In two-sided markets, the product may not exist at all if the business does not get the pricing structure right." Disponível em: https://core.ac.uk/reader/6716725. Acesso em: 09 jul. 2020.

[281] CADE, 2016, p. 52.

[282] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 55.

[283] EVANS; SCHMALENSEE, 2016, p. 46.

Superado o dilema "o ovo ou a galinha", a adesão de participantes se transforma em um peculiar mecanismo de crescimento da plataforma[284], pois, em virtude dos efeitos de rede positivo[285], tal ingresso pode desencadear ciclos de *feedbacks* positivos.

Com efeito, mercados bilaterais podem gerar quatro tipos de efeitos de rede: direto ou indireto e positivo ou negativo[286]. A fonte de criação de valor e crescimento das plataformas de dois lados reside no efeito de rede indireto positivo: os usuários do "lado A" valorizam mais a rede quando há mais integrantes do "lado B", e vice-versa[287-288]. Esta externalidade pode desencadear um ciclo virtuoso de *feedbacks* positivos: o ingresso de um usuário do "lado A" torna a plataforma mais atrativa para o "lado B" e induz a filiação deste, o qual, por sua vez, ao ingressar aumenta a utilidade para o "lado A", renovando o ciclo[289].

O ciclo de retroalimentação positiva conduz a plataforma ao crescimento[290]. Quão maior for a plataforma, maiores serão os efeitos de rede[291]. Isto confere uma vantagem econômica à plataforma pioneira, pois os ciclos de *feedback* positivos aumentam a comunidade de usuários e, logo, também os efeitos de redes positivos, tornando a plataforma *first mover* mais valiosa à filiação[292]. A literatura econômica denomina a tendência à concentração da plataforma pioneira em virtude dos efeitos de redes de "*winner-take-all*"[293].

---

[284] EVANS; SCHMALENSEE, 2016, p. 46. "They have to solve the chicken-and-egg problem of getting both sides on board, in adequate numbers, to create value. If they don't, they will implode. If they do, indirect network effects will generally fuel sustainable growth."

[285] Ibid. p. 23 e 136. Os efeitos de rede são espécie da falha de mercados de externalidade. Respectivamente: "Economists call this an externality because one person is having an impact on another" e "Economists say there's an "externality" when people aren't compensated for providing a benefit to, or aren't punished for inflicting a harm on, other people."

[286] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 39 e 40. Tratam-se de dois critérios. O primeiro identifica sobre qual lado recai a externalidade em relação ao lado que pertence o integrante que lhe deu causa. Se o efeito sobre o valor da rede recair sobre o mesmo lado do integrante que lhe deu causa, diz-se que se trata de um efeito de rede direto ou *same-sided effect*. Inversamente, se o efeito de rede recair sobre o outro lado que lhe deu causa, diz-se efeito de rede indireto ou *cross-sided effect*. O segundo critério classifica os efeitos em positivos, os quais são percebidos como benefícios, ou negativos, percebidos como prejuízos.

[287] Ibid., p. 27. "(...) os efeitos de rede positivo são a principal fonte de criação de valor e de vantagem competitiva numa plataforma de negócios."

[288] EVANS, 2016, p. 7.

[289] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, op. cit, p. 56. "Num *ciclo de feedback de múltiplos usuários*, a atividade de um produtor é fornecida a consumidores relevantes, cuja atividade, por sua vez, retroalimenta o produtor. Quando o processo é eficiente, cria-se um círculo virtuoso, estimulando atividade de ambos os lados e culminando no fortalecimento dos efeitos de rede."

[290] EVANS, op. cit., loc. cit. "These positive feedback effects drive platform growth."

[291] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, op. cit., p. 33. "Como podemos perceber, os efeitos de rede dependem do tamanho da rede. Portanto, uma conclusão importante é a de que *plataformas eficientes têm condições de se expandir em tamanho de modo rápido e fácil, assim escalando o valor resultante dos efeitos de rede*."

[292] EVANS, op. cit., loc. cit. "Positive indirect network effects can give bigger platforms economic advantages."

[293] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, op. cit., p 239 e 240. O autor cita quatro forças que conduzem a essa situação: "*economias de escala de fornecimento, os efeitos de rede, os altos custos de multihoming ou de mudança* e a *falta de especialização ou de nicho*. (...) Como atraem mais usuários para a plataforma maior, não

In casu, a XP Investimentos é a *first mover* no modelo de plataforma aberta de investimentos no Brasil, o qual é operacionalizado em um mercado de dois lados. Assim, a análise clássica do mercado relevante de distribuição de produtos de investimentos foi complementada para abarcar a interdependência das demandas[294-295].

3.2.4.3 Probabilidade do uso do poder de mercado

Na etapa de avaliação da probabilidade de exercício do poder de mercado, o CADE analisou se as pressões competitivas exercidas pelos concorrentes potenciais e atuais seriam aptas a contestar efetivamente um eventual exercício de *market power* das partes nos mercados de corretagem de valores mobiliários e distribuição de produtos de investimentos.

Ressalte-se que a avaliação do CADE sobre as vantagens econômicas foi qualitativa, dado que os critérios tradicionais quantitativos, como de capacidade ociosa, seriam inadequados, por se tratarem de mercados relevantes de serviços *online*[296].

3.2.4.3.1 Barreiras à entrada

Segundo o Guia, uma barreira à entrada é "qualquer fator que coloque um potencial competidor em desvantagem com relação aos agentes econômicos estabelecidos."[297] Para as partes, tais fatores constituem vantagens econômicas que sustentariam o exercício do poder de mercado[298]; para os entrantes potenciais, tais fatores impõem desvantagens consistentes nos custos que precisariam arcar para exercer uma competição efetiva[299].

Na ausência de barreiras, a ameaça de entrada pode exercer uma pressão concorrencial tão intensa quanto a dos rivais[300]; na presença de barreiras, as partes poderiam exercer atos unilaterais indiferentemente à contestabilidade dos concorrentes potenciais.

---

importa qual seja ela, os efeitos de rede positivos são uma segunda força capaz de reforçar a tendência de um mercado do tipo "o vencedor leva tudo"."

[294] EVANS; SCHMALENSEE, 2016, p. 34. "This interdependency of demands results from indirect network effects. It is what distinguishes multisided platforms from single-sided firms."

[295] Ibid., p. 24. "Economists now know that many of the formulas we've derived over the last century for traditional firms are wrong for multisided ones. The right formulas must account for the fact that the demand by the customers on the different sides of the platform (...) are interdependent." EVANS, 2016, p. 25.

[296] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 40 e 41.

[297] CADE, 2016, p. 27.

[298] Ibid., loc. cit., "As barreiras à entrada possibilitam às empresas instaladas a manutenção dos preços em patamares mais elevados e dificultam a entrada de novas concorrentes com capacidade produtiva, uma vez que diminui a possibilidade efetiva de concorrência."

[299] SAITO, Leandro. *Antitruste e novos negócios na Internet. Condutas anticompetitivas ou exercício regular de poder econômico?*. Dissertação de mestrado (Mestrado em Direito Comercial). São Paulo: USP, 2016, p. 27-28. "Por esta razão, as barreiras à entrada se tornam importante fator para manutenção do poder de mercado, e podem ser definidas como um custo que apenas os entrantes estão sujeitos a enfrentar, ou, então, como uma vantagem competitiva que uma firma estabelecida possui em relação aos potenciais entrantes."

[300] FORGIONI, 2016, p. 285. "A futura entrada, quando factível, é capaz de desempenhar o mesmo papel de uma força competitiva atual, presente (*perceived potential entry*)."

Logo, a probabilidade do exercício do poder de mercado pelas partes é diretamente proporcional às barreiras aos entrantes potenciais no mercado relevante[301].

A análise do CADE não perscrutou o mero custo de entrada, e, sim, aquele necessário à efetiva pressão concorrencial do potencial entrante, apta a contestar eventual poder de mercado das partes[302-303] até dois anos após a realização do AC[304].

As condições de entrada foram analisadas de forma conjunta nos mercados de corretagem de valores mobiliários e de distribuição de produtos de investimentos, em razão das semelhantes barreiras à entrada e porque a maior parte dos distribuidores de produtos de investimentos nasceu como corretoras de valores mobiliários[305].

O CADE identificou as seguintes barreiras às entradas no AC em análise: legais e regulatórias; economias de escala; efeitos de rede indiretos e positivos; e vantagem exclusiva das empresas: acessos aos ofertantes (*multihoming*) e aos canais de distribuição.

3.2.4.3.1.1 Legais e regulatórias

As atividades de distribuição de produtos de investimentos e de corretagem de valores mobiliários são reguladas pelo SFN. Para que um potencial entrante atue como uma distribuidora é necessária a prévia autorização do BACEN, ao passo que a atuação como corretora precisa da autorização tanto do BACEN como da CVM[306].

A instrução realizada pelo CADE constatou que o tempo médio necessário para conseguir as autorizações é de 18 meses, em vez dos 12 meses informados pelas partes. Contudo, as distribuidoras e corretoras que requisitaram autorização nos dois anos anteriores à submissão do AC em análise não foram encontradas em funcionamento pela SG[307].

O Superintendente-Geral e o Conselheiro-Relator consideraram que os requisitos legais e regulatórios constituem como barreiras à entrada não desprezíveis[308].

---

[301] CADE, 2016, p. 27. "Quanto mais elevadas são essas barreiras, menor é a probabilidade de entrada de novas empresas no mercado relevante definido."
[302] Ibid., p. 33. "A suficiência da entrada implica averiguar se novos potenciais entrantes terão condições de efetivamente barrar os efeitos anticompetitivos decorrentes do AC."
[303] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 42. "Ou seja, uma entrada inexpressiva ou incapaz de contestar o mercado não pode ser considerada uma entrada efetiva."
[304] CADE, 2016, p. 32. "A avaliação da tempestividade da entrada depende de examinar se a nova empresa tem condições de estar em completo e adequado funcionamento **em menos de 2 (dois) anos** ou em período adequado à dinâmica concorrencial do mercado atingido pela operação, desde que em tempo suficiente para contestar eventual poder de mercado." (grifo nosso).
[305] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 39, § 163.
[306] Ibid., p. 41. Ademais, confira o tópico 2.2.3.1.1.1.2 do presente trabalho.
[307] Ibid., p. 42.
[308] Ibid., p. 43. Cf. o voto do Conselheiro Relator João Paulo de Resende, p. 41, §169.

3.2.4.3.1.2 Economias de escala

O Guia do CADE elenca as economias de escala como barreiras à entrada, mormente quando há presença de elevados custos fixos[309], pois estes podem ser diluídos no custo total médio pelo aumento das quantidades produzidas[310].

Segundo Mankiw, um agente ingressará no mercado se o custo total médio for inferior ao preço do mercado[311-312]. Ora, se o *player* incumbente tem a vantagem competitiva de economia de escala, e, assim, seu custo total médio reduz conforme se eleva a produtividade, um entrante potencial precisará se arriscar mais ao custear uma alta produção para que os preços vigentes no mercado sejam lucrativos.

A instrução da SG apontou os seguintes custos fixos iniciais: infraestrutura, garantia de capital, investimentos em publicidade e mídia[313].

Para averiguar a existência de economias de escalas, a SG levantou a evolução dos gastos com *marketing* e TI em relação às receitas líquidas dos *players* de 2015 a 2017:

Tabela 5 Comparação dos gastos com *marketing* e TI em relação às receitas líquidas (2015 a 2017)

Plataforma	Gastos de *marketing*/ receita líquida (%)			Gastos de TI/ receita líquida (%)		
	2015	2016	2017	2015	2016	2017
Planner	0-10	0-10	0-10	10-20	10-20	10-20
Easynvest	0-10	0-10	10-20	10-20	10-20	10-20
Guide	0-10	0-10	0-10	10-20	10-20	20-30
Órama	30-40	20-30	30-40	39,2	20-30	10-20
BTG	-	> 100	> 100	-	> 100	> 100
XP	0-10	0-10	0-10	0-10	0-10	0-10

Fonte 5: Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 44, § 183.

Assim, a XP Investimentos foi a plataforma aberta que menos investiu em *marketing* e TI proporcionalmente às sua receitas líquidas em 2017. As vantagens competitivas oriundas da economia de escala da XP são claras em comparação aos rivais, sobretudo porque é a maior plataforma aberta, com cerca de 50% do *market share*[314].

---

[309] MANKIW, 2018, p. 255. "Some costs, called fixed costs, do not vary with the quantity of output produced."
[310] Parecer Técnico SG nº 24, p. 43. "Em outras palavras, quanto maior a produção, maior é a diluição dos custos fixos, impactando a eficiência do agente econômico."
[311] MANKIW, op. cit., p. 277. "That is, a firm chooses to exit if the price of its good is less than the average total cost of production. A parallel analysis applies to an entrepreneur who is considering starting a firm. He will enter the market if starting the firm would be profitable, which occurs if the price of the good exceeds the average total cost of production. (...) The rule for entry is exactly the opposite of the rule for exit. (...). Yet if the price is less than the average total cost at that quantity, the firm chooses to exit (or not enter) the market."
[312] CADE, 2016, p. 29. "Os custos médios podem diminuir, entre outros fatores, porque: os custos fixos são uma parcela substantiva dos custos totais e, com aumento da produção, não há um crescimento proporcional destes custos, o que gera uma redução do custo marginal e médio; (...)".
[313] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 43.
[314] Ibid., loc. cit.

Tal barreira à entrada também pode ser observada nos vultosos gastos que o BTG incorreu na sua plataforma BTG Digital, lançada no final de 2016, e permitidos pela capacidade financeira do grupo, que, em 2017, despendeu em *marketing* e TI cerca de quinze vezes mais que as receitas da plataforma, o que torna a economia de escala ainda mais translúcida ao se considerar que se trata de uma marca conhecida dos brasileiros[315].

O Superintendente-Geral e o Conselheiro-Relator consideraram que as economias de escalas constituem significativas barreiras aos entrantes potenciais[316].

3.2.4.3.1.3 Barreiras relacionadas ao mercado de dois lados

3.2.4.3.1.3.1 Efeitos de rede positivos e indiretos

A plataforma aberta da XP Investimentos opera em um mercado de dois lados. A principal fonte de vantagem competitiva das plataformas são os efeitos de rede[317]. Esta vantagem é tão significativa que a distribuição dos preços entre os lados visa maximizá-los[318], sendo comum que um lado seja subsidiado pelo lado monetizado[319].

O valor de uma plataforma está em sua comunidade: quanto mais usuários, maiores são os efeitos de rede e maior é a utilidade de participar[320]. Os economistas denominam este mercado de "o vencedor leva tudo", pois a plataforma pioneira tende a vencer por ter solucionado o dilema "o ovo ou a galinha" e desencadeado ciclos de *feedback* positivos primeiramente, construindo, assim, uma rede maior e mais útil aos participantes[321].

---

[315] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 45, §186.
[316] Ibid., loc. cit. Cf. o voto do Conselheiro Relator João Paulo de Resende, p. 41, §175.
[317] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 27. "(...) os efeitos de rede positivo são a principal fonte de criação de valor e de vantagem competitiva numa plataforma de negócios." Neste mesmo sentido, cf. o voto do Conselheiro Relator João Paulo de Resende, p. 40, § 156. "Uma das principais fontes de poder econômico que se verifica nesse tipo de mercado são os chamados efeitos de rede (*network effects*), que podem constituir significativas barreiras à entrada."
[318] Ibid., p. 134. "Como observamos em todo este capítulo, um modelo de monetização é sustentável apenas quando fortalece os efeitos de rede."
[319] EVANS; SCHMALENSEE, 2016, p. 42. "In fact, many of them charge the participants on one side of the platform prices that do not cover cost, charge nothing, or provide rewards for using the product. That side is called the ***subsidy side*** of the platform. Platforms make up subsidy-side losses by charging prices that more than cover costs to the participants on the other side. That's called the ***money side*** of the platform." (grifo nosso).
[320] EVANS, 2016, p. 8. "Multisided platforms sell participants in each group access to the participants in each other group. As a result, the customers are the main inputs into providing the platform service." EVANS; SCHMALENSEE, 2016, p. 44. "These platforms are selling connections."
[321] Neste mesmo sentido, cf. o voto do Conselheiro Relator João Paulo de Resende, p. 39. "Além disso, a existência de efeitos de rede indiretos, especialmente quando a relação é reciproca em ambos os lados, gera uma tendência à concentração do mercado. (...) Como se percebe, trata-se de uma tendência viciosa à concentração."

Sob a perspectiva dos entrantes potenciais, a desvantagem competitiva pode ser observada no problema de como oferecer uma plataforma mais atrativa que a do maior *player*, "já que o valor da sua plataforma depende da quantidade de usuários já existentes"[322].

Sob a perspectiva da plataforma dominante, a vantagem competitiva da maior plataforma lhe permitiria elevar o nível de preços com mitigados prejuízos aos efeitos de rede, em virtude do contraste entre o tamanho de sua rede com a das plataformas concorrentes[323].

A probabilidade da XP Investimentos exercer o *market power* elevando os níveis de preço foi analisada considerando a necessidade de equilibrar a estrutura de precificação para não prejudicar os efeitos de redes positivos da plataforma[324-325-326].

O CADE identificou que a plataforma da XP Investimentos gera dois tipos de efeitos de rede: indiretos e positivos, de ambos os lados, e efeitos de rede diretos e negativos, apenas no lado dos ofertantes de produto de investimentos[327].

Destarte, a adesão de investidores de varejo na plataforma de investimentos aumenta a utilidade para os ofertantes de produtos de investimentos, e vice-versa. Apesar de aumentar o portfólio da plataforma para o lado demandante[328], a filiação de gestores independentes é negativa para os ofertantes por incrementar a concorrência intraplataforma[329].

Em razão da XP concentrar aproximadamente metade do mercado de distribuição de produtos de investimentos das plataformas abertas, o CADE considerou que os efeitos de rede positivos e indiretos representam uma barreira à entrada das plataformas[330].

3.2.4.3.1.3.2 Acesso aos ofertantes: *multihoming*

Além da vantagem competitiva dos efeitos de rede, outro fator que contribui com a tendência à concentração são os altos custos de mudança ou de *multihoming*[331-332].

---

[322] Voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier da Silveira, p. 41, §161.
[323] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 46, §190.
[324] Voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier da Silveira, loc. cit., §163.
[325] EVANS, 2002, p. 50 e 51. "There is no particular reason to focus on price effects on one side or the other—both groups of consumers matter. (...) Generally, it is not possible to examine price effects on one side of a market without considering the effect on the other side and the feedback effects between them. (...) Taking both sides of the market into account is also important forwhen analyzing market power."
[326] OCDE, *Rethinking Antitrusts Tools for Multi-sided Platforms.* 2018, p. 16. "In any case, the interrelationship of pricing across the platform, and the need to reflect this in whichever tools are used, **means that is not possible for a multi-sided platform to have market power on only one side of the market**." (grifo nosso).
[327] Voto do Conselheiro Relator Paulo Burnier da Silveira, p. 40.
[328] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 38, §156.
[329] Ibid., loc. cit.. Voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier da Silveira, p. 40, § 160.
[330] Ibid., p. 41, §165.
[331] EISENMANN; PARKER; VAN ALSTYNE, 2006, p. 7. Os autores citam que a propensão de um mercado de dois lados ser atendido predominantemente por uma plataforma ("vencedor leva tudo") depende de três fatores:

Estes se referem ao custo de participar de mais de uma rede simultaneamente; aqueles ao custo de migrar de uma plataforma para outra[333].

A mera possibilidade de adesão a outras redes pressiona a precificação da plataforma[334-335], pois viabiliza a competição entre as plataformas pelos usuários já filiados[336]. Por tal razão, esta facilidade de *multihoming* tem o condão de mitigar os efeitos antitrustes da barreira à entrada dos efeitos de rede[337].

As plataformas cujos usuários enfrentam baixo custo de *multihoming* ou de mudança são mais suscetíveis à concorrência de *players* que entraram tardiamente[338], assim, por exemplo, os brasileiros substituíram facilmente a rede social Orkut pelo Facebook[339].

Em virtude da possibilidade de participação dos usuários em outras redes facilitar a substituição de uma plataforma pela rival, Parker, Van Alstyne e Choudary salientam que a limitação ao *multihoming* é uma estratégia fundamental das plataformas[340].

Consoante o entendimento do Guia para Análise de AC, – o qual considera o acesso exclusivo ou condicionado aos fornecedores ou distribuidores como uma barreira –, o CADE averiguou se os usuários de ambos os lados da XP Investimentos seriam acessíveis às redes concorrentes[341].

Ilustrativamente, caso haja limitação ao *multihoming* no lado dos ofertantes, por exemplo, a plataforma poderia exercer preços supracompetitivos no lado demandante, uma vez que os produtos de investimentos só se encontrariam naquela rede; semelhantemente,

---

alto custo de *multihoming* pelo menos para um lado; fortes efeitos de rede positivos, pelo menos para o lado com altos custos de *multihoming*; e, nenhum dos dois lados teriam preferências por características específicas.

[332] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 240. Esses custos podem ser monetários ou não.

[333] Ibid., loc. cit..

[334] EVANS, 2002, p. 43. "Multihoming affects both the price level and the pricing structure. (...) Even when multihoming is not prevalent on one side of a two-sided market **the possibility of multihoming may have significant consequences for pricing**." (grifo nosso).

[335] ROCHET; TIROLE, 2003, p. 993 e 1013. "Competitive prices on one market then depend on the extent of multihoming on the other side of the market. (...) More generaly, multihoming on one side intensifies price competition on the other side as platforms use low prices in an atempt to "steer" end users on the latter side toward an exclusive relationship." e "An increase in multihoming on the buyer side facilitates steering on the seler side and results in a price structure more favorable to selers."

[336] Parecer Técnico SG nº 24, 2017, p. 46, §189.

[337] Voto do Conselheiro Relator Paulo Burnier da Silveira, p. 42, §179.

[338] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 241.

[339] EVANS, 2016, p. 22. "People in other countries, such as Brazil and India, switched from Orkut to Facebook."

[340] PARKER; VAN ALSTYNE; CHOUDARY, 2016, p. 228. "Negócios de plataforma tentam desencorajar o multihoming, uma vez que ele facilita a *substituição* – quando um usuário abandona uma plataforma por outra. Limitar o multihoming é uma tática fundamental nesse negócio."

[341] CADE, 2016, p. 28.

caso haja limitação à utilização de outras plataformas pelo lado dos investidores de varejo, aumenta-se a probabilidade de elevar os preços cobrados no lado ofertante[342].

In casu, o CADE verificou que há facilidade de *multihoming* no lado dos investidores de varejo[343]; contudo, a autoridade antitruste identificou que a XP Investimentos está obtendo exclusividade com alguns ofertantes de produto de investimentos, e, portanto, estaria impondo barreiras à entrada de novas plataformas[344].

A exclusividade da XP Investimentos com alguns gestores ou emissores associada ao tamanho de sua rede impõem significativos esforços para um entrante transpor. Por exemplo, a plataforma entrante deverá incorrer em mais gastos com publicidade e oferecer condições mais vantajosas para atrair consumidores e ofertantes, respectivamente; mas o gestor ou emissor enfrentaria um significativo *trade-off* entre se filiar à plataforma XP – que concentra aproximadamente metade dos investimentos dos clientes – ou à entrante. Entretanto, mesmo que o ofertante distribua seu produto de investimentos nas demais redes, que juntas compõem a outra metade do mercado, o incremento nos custos de transação pode não compensar as vantagens oferecidas para atraí-lo[345].

Por fim, o Superintende-Geral e o Conselheiro-Relator consideraram que a limitação de *multihoming* no lado ofertante representa uma barreira à entrada[346].

3.2.4.3.1.3.3 Acesso aos canais de distribuição: AAI

Além do acesso aos ofertantes, abordado no item anterior, o CADE também analisa a acessibilidade dos concorrentes aos canais de distribuição. As plataformas abertas comercializam os produtos de investimentos através da plataforma virtual e dos Agentes Autônomos de Investimentos – AAI[347].

A atuação do AAI é regulada pela CVM, cuja Instrução nº 497 o define como a pessoa natural que, sob responsabilidade e como preposto de instituição distribuidora,

---

[342] Parecer Técnico SG nº 24, 2017, p. 45, §189.
[343] Ibid., p. 47, §195. Especialmente em virtude praticidade do cadastramento digital.
[344] Ibid., loc. cit., §196.
[345] Ibid., loc. cit., § 193. MANKIW, 2018, p. 4 e 5. O autor explica como as decisões dos agentes enfrentam um *trade-off*, isto é, escolhe-se em detrimento da outra alternativa. O custo de oportunidade de algo está relacionado ao que se deixa de obter por escolhê-lo. No exemplo, o fornecedor deve avaliar entre o custo de oportunidade de participar da rede da XP Investimentos, que detém 50% do *market share*, e enfrentar limitações de *multihoming*, e o de ingressar em outras plataformas, qualitativamente mais vantajosas, mas quantitativamente menores.
[346] Parecer Técnico SG nº 24, 2017, p. 48, §201. Voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier, p. 42, § 185.
[347] Ibid., loc. cit., §186.

prospecta e capta clientes, recepciona e registra suas ordens e os informam sobre os produtos e serviços ofertados pela respectiva instituição que o contratou[348].

No Brasil, segundo a adquirida, haveria cerca de cinco mil agentes autônomos, dos quais 40% têm vínculo a XP Investimentos. Com efeito, no primeiro trimestre de 2017, a rede de AAI da *maverick* captou 61% dos investimentos totais realizados na sua plataforma; em 2016, os AAI contribuíram com 70% dos recursos totais aplicados na plataforma[349].

Na instrução realizada pela SG, a maioria das plataformas abertas concorrentes consideraram os AAI como um canal de distribuição relevante, contudo, mencionaram a dificuldade de se obter uma rede de agentes própria[350].

Neste aspecto, a supracitada normativa da CVM dificulta a acessibilidade aos AAI pelas plataformas abertas, pois veda a contratação com mais de uma corretora[351], contudo, esta exclusividade imposta ao agente autônomo está restrita aos valores mobiliários. Assim, a atividade dos AAI relacionada à distribuição dos fundos de investimentos, significativa para as plataformas, poderia ser exercida por mais de uma distribuidora.

A SG encontrou evidências de que a XP Investimentos estaria exigindo exclusividade aos AAI nas hipóteses que lhes é facultado contratar com outras plataformas, notadamente na distribuição de fundos de investimentos[352].

Semelhantemente ao *trade-off* enfrentado pelos emissores e gestores na escolha entre a exclusividade da plataforma XP Investimentos ou a contratação com as demais redes, os AAI também enfrentariam um custo de oportunidade alto se optarem por outra plataforma, pois – em virtude de receberem por comissão do valor captado – a rede da XP Investimentos, por concentrar o maior volume de aplicações financeiras, lhes proporcionariam maiores valores de comissionamento[353].

Por fim, o CADE considerou a exclusividade dos AAI, tanto da normativa da CVM como do contrato com a requerente XP Investimentos, como uma barreira à entrada[354].

---

[348] Instrução CVM nº 497, de 2011, art. 1º.
[349] Parecer Técnico SG nº 24, 2017, p. 48, §204.
[350] Ibid., p. 49, §206.
[351] Instrução CVM nº 497, de 2011, art. 13, I e V. "Art. 13. É vedado ao agente autônomo de investimento ou à pessoa jurídica constituída na forma do art. 2º: I - manter contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º com mais de uma instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários; (...) V - atuar como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários com a qual não tenha contrato para a prestação dos serviços relacionados no art. 1º; (...)."
[352] Parecer Técnico SG nº 24, 2017, p. 49, §208 e voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier, p. 43, §193.
[353] Parecer Técnico SG nº 24, 2017, p. 49, §209.
[354] Voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier, p. 43, §194.

3.2.4.3.2 Rivalidade

A autoridade antitruste também analisou se os concorrentes atuais seriam aptos a efetivamente contestar um eventual poder de mercado da XP Investimentos. Logicamente, o CADE restringiu a análise da rivalidade às plataformas abertas, em virtude da inépcia da concorrência entre os bancos tradicionais em atender às expectativas dos clientes[355].

A SG comparou os portfólios dos bancos tradicionais e da XP Investimentos com o escopo de averiguar o aumento do bem-estar do investidor brasileiro de varejo, especificamente nos fundos de investimentos e nos títulos de emissão bancária[356-357]. Genericamente, constatou a superioridade dos produtos ofertados pela *maverick* em termos de custos, rentabilidade, sortimento e acessibilidade[358].

Ainda, a SG ressaltou a democratização dos investimentos de melhor qualidade aos investidores brasileiros em virtude da menor exigência de aplicação mínima[359]. Ademais, além do incremento da concorrência no mercado de investimentos, a comercialização de títulos de *funding* de bancos de pequeno e médio porte pela *maverick* teria o condão de acentuar a competitividade no mercado creditício face aos bancos tradicionais[360].

Logo, o ingresso do Itaú Unibanco no quadro societário da XP Investimentos geraria incentivos no sentido de arrefecer a pressão competitiva no mercado de investimentos e, subsidiariamente, no mercado de crédito[361].

Por tais razões, duas premissas permearam a análise da rivalidade pelo CADE: (i) a rivalidade entre os bancos tradicionais é inapta a atender a demanda dos investidores; e, (ii) a aprovação do Ato de Concentração em análise depende da efetiva contestabilidade das plataformas de arquitetura aberta rivais[362].

---

[355] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 60, § 250, "os agentes tradicionais do sistema financeiro não atendem adequadamente as necessidades do consumidor brasileiro, com produtos, na média, mais caros e de menor qualidade, denotando baixa rivalidade no setor."
[356] Ibid., loc. cit., § 252. A CEF não foi analisada, mas tão somente os quatro principais bancos do Brasil: Itaú Unibanco BB; Bradesco e Santander.
[357] Ibid., p. 66, § 269. Tratam-se dos principais produtos de investimentos. Complementarmente, ofertam-se seguros, planos de previdência privada, debêntures e tesouro direto. Confira o quadro 2 do presente trabalho.
[358] Ibid., p. 81, § 311.
[359] Ibid., p. 64. §§ 260, 261 e 262. Assim, por exemplo, cita-se que o valor de aplicação mínima dos fundos da XP Investimentos é de no máximo R$ 50.000,00, ao passo que os fundos do incumbentes Itaú Unibanco, BB, Bradesco e Santander chegam ao valor de R$ 1.000.000,00.
[360] Ibid., p. 71, § 282.
[361] Ibid., p. 72, § 285.
[362] Ibid., p. 65, § 265.

Destarte, o AC poderia ser aprovado apenas se as plataformas abertas rivais absorvessem o desvio de demanda dos ofertantes ou dos investidores oriundo de um eventual exercício de poder de mercado da XP Investimentos[363].

Apesar de algumas plataformas rivais se declararem aptas a absorver um hipotético desvio de demanda[364], a instrução da SG constatou que a *maverick* já estaria exercendo seu poder de mercado ao impor condições mais onerosas aos ofertantes sem uma reação efetiva das plataformas rivais[365].

A capacidade de absorção é tão somente uma condição necessária, mas não suficiente, à contestação, devendo-se considerar outros fatores, segundo o Guia do CADE[366]. *In casu*, o CADE reputou as economias de escala, os efeitos de rede e a variedade de portfólio como fatores que afetam a contestabilidade das plataformas atuais[367].

A consolidação da marca também foi considerada dentre tais fatores, principalmente em razão do perfil conservador do brasileiro[368]. Com efeito, a captação da XP bateu recorde nos dias seguintes à repercussão das negociações com o Itaú Unibanco[369]. Portanto, além das evidências do exercício de poder de mercado da *maverick* prévio à operação, a concreção do AC reforçaria ainda mais a vantagem reputacional da XP.

O CADE também avaliou os incentivos oriundos do ingresso Itaú Unibanco ao arrefecimento da rivalidade nos mercados de investimentos e, subsidiariamente, de crédito, bem como de uma hipotética discriminação seletiva na plataforma da *maverick*[370].

Por fim, a autoridade antitruste concluiu que as rivalidades dos incumbentes e das plataformas abertas são insuficientes para contestar efetivamente um eventual exercício de poder de mercado da XP Investimentos[371].

---

[363] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 74. § 291.
[364] Ibid., p. 75. § 293. "Em geral, as respostas dos concorrentes apontam no sentido de que as demais corretoras existentes possuem capacidades de atender o desvio de demanda de clientes da XP, em caso de eventual exercício de poder de mercado."
[365] Ibid., p. 71, § 283. "Junte-se a isso algumas evidências de que a XP já teria condições de praticar condições comerciais diferenciadas, mais onerosas em relação aos seus parceiros ofertantes, que se sujeitam a tais condições em razão do alto grau de dependência desses em relação à XP." Assim, por exemplo, a SG averiguou que os ofertantes inquiridos remuneram as plataformas abertas apenas através do deságio nas operações, exceto a XP Investimentos, a qual cobra uma comissão além do deságio.
[366] Ibid., p. 75, § 294. CADE, 2016, p. 36.
[367] Voto do Cons.-Relator Paulo Burnier, p. 44, § 213. Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 75, § 295.
[368] Ibid., p. 78, § 301.
[369] Ibid., loc. cit., § 302.
[370] Ibid., p. 67, § 273. Neste sentido, poder-se-ia fechar ou discriminar um gestor ou emissor específico de modo expresso ou elevando o preço a um nível que tornasse insustentável a distribuição do respectivo produto na plataforma da XP. Destarte, o Itaú Unibanco poderia frear os efeitos do movimento de desbancarização ao induzir a XP Investimentos a uma discriminação seletiva de um produto de maior atratividade.

3.2.4.4 Ponderações de eficiências

A tutela da concorrência no ordenamento jurídico pátrio é instrumental, e, portanto, poderá ser sacrificada caso o Ato de Concentração atinja os objetivos elencados no art. 88, § 6º, I e II, da Lei nº 11.259, de 2011[372].

Segundo o Guia do CADE, trata-se do critério "efeito líquido não-negativo", o qual determina que uma concentração poderá ser autorizada se as eficiências econômicas oriundas da concentração superarem os prejuízos à concorrência[373].

Logo, é estratégica para as partes por viabilizar a autorização da concentração, mesmo quando o CADE identifique problemas concorrenciais.

In casu, apesar de facultado na instrução da SG, as partes não apresentaram benefícios que contrabalanceassem os prejuízos à ordem econômica oriundos do AC[374].

3.2.4.5 Julgamento do Ato de Concentração

3.2.4.5.1 A impugnação do Superintendente-Geral

O Superintendente-Geral decidiu impugnar a operação ao Tribunal do CADE, recomendando a aprovação do Ato de Concentração condicionada à celebração do Acordo em Controle de Concentração – ACC, negociado com as partes.

As razões da impugnação da concentração pelo Superintendente-Geral foram centradas em dois aspectos lesivos à concorrência: (i) o AC teria o condão de incrementar o poder prévio da XP Investimentos; e (ii) o ingresso do Itaú Unibanco no capital social da *maverick* poderia arrefecer a concorrência disruptiva que vem sofrendo[375].

Da análise clássica, inferiu-se que a operação possibilitaria o exercício de poder de mercado apenas no mercado relevante de distribuição de produtos de investimentos. Especificamente, ante a importância da XP Investimentos no escoamento dos produtos dos rivais do Itaú Unibanco, o ingresso do banco tradicional adquirente geraria incentivos à discriminação ou fechamento da plataforma adquirida aos terceiros produtores independentes.

---

[371] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 81, § 311.
[372] FORGIONI, 2016, p. 192. "O texto da Constituição de 1988 não deixa dúvidas quanto ao fato de a concorrência ser, entre nós, *meio, instrumento* para o alcance de outro bem maior, qual seja, "assegurar a todos existência digna, conforme os ditames da justiça social."" Cf. a página 17 da presente monografia.
[373] CADE, 2016, p. 45.
[374] Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 88, nota de rodapé 61. Cf. a nota de rodapé 116 deste trabalho.
[375] Ibid., p. 89, §349.

Da análise complementar, flexibilizou-se a conclusão preliminar baseada apenas no *market share* como indício de *market power* e constatou-se que a XP, como distribuidora, opera sua plataforma de arquitetura aberta em um mercado de dois lados, e, que, como distribuidora e corretora de valores mobiliários, atua como *maverick.*

Assim, a instrução prosseguiu para averiguar se as plataformas entrantes e atuais contestariam eventual exercício do poder de mercado das partes nos mercados relevantes de distribuição de produtos de investimentos e corretagem de valores mobiliários.

Partiu-se da premissa de que a concorrência entre os bancos tradicionais é inapta para atender a demanda dos investidores de varejo brasileiros, lacuna que está sendo preenchida pelas plataformas de arquitetura aberta, notadamente pela parte XP Investimentos, a qual lidera o movimento de desbancarização no Brasil[376].

Logo, a aprovação do AC dependeria da capacidade de uma plataforma de arquitetura aberta concorrente absorver o desvio de demanda dos investidores ou produtores causado por um eventual exercício de poder de mercado da plataforma adquirida[377].

Como resultado, o Superintendente-Geral reputou a posição da XP Investimentos como de difícil contestação por parte das plataformas concorrentes, principalmente em função das economias de escala e dos efeitos de rede, além das barreiras à entrada e ao desenvolvimento impostas pela própria *maverick* via exigência de exclusividade aos ofertantes e aos agentes autônomos de investimentos[378].

De fato, a instrução coletou evidências de que a XP já estaria exercendo condições mais onerosas aos ofertantes sem uma efetiva reação dos concorrentes[379].

O Superintendente-Geral concluiu que o Ato de Concentração poderia reforçar o poder prévio da XP Investimentos, porquanto representaria a chancela da *maverick* pelo maior banco privado do país perante os investidores brasileiros, majoritariamente conservadores, incrementando a vantagem reputacional da adquirida[380].

---

[376] Parecer Técnico SG nº 24/2017, p. 65, § 265.
[377] Ibid., p. 74, § 291.
[378] Ibid., p. 79, §§ 304, 305 e 306.
[379] Ibid., p. 71, § 283
[380] Ibid., p. 80, § 309. "Ademais, a associação do Itaú com a XP em um mercado em que uma das principais variáveis competitivas é a reputação e a confiabilidade, afinal, lida-se com recursos de poupança dos investidores, pode alavancara posição dominante da XP. Portanto, eventual exercício de poder de mercado dificilmente seria contestado de maneira efetiva por parte do rivais."

Outro aspecto do Ato de Concentração potencialmente lesivo à concorrência consiste no possível viés defensivo da aquisição da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco[381].

Com o fim de mitigar a preocupação concorrencial de eliminação de *maverick*, as partes teriam estruturado a operação para garantir a independência da XP e também para preservar o incentivo em rivalizar contra o banco adquirente[382].

Primeiramente, o Ato de Concentração versaria apenas sobre a aquisição minoritária, remanescendo o poder de controle com os sócios anteriores da XP Investimentos. Eventual aquisição do poder de controle ensejaria um novo dever de notificação ao CADE[383].

Segundamente, o Acordo de Acionistas manteria o incentivo da *maverick* em concorrer contra o banco adquirente ao vincular o valor a ser pago à XP Investimentos aos correlatos resultados dos anos anteriores, tanto nas aquisições minoritárias, em 2020 e 2022, como no exercício do direito de *put* ou de *call* a partir de 2024 e 2033 respectivamente[384].

Todavia, o Acordo de Acionistas também conferiria ao Itaú Unibanco uma extensa lista de poderes de veto na XP Investimentos, que, segundo o Superintendente-Geral, a princípio não abarcariam questões concorrencialmente sensíveis[385]. Ademais, facultaria ao banco a indicação de 2 dos 7 membros do Conselho de Administração da XP Investimentos, mas, segundo o Superintendente-Geral, os poderes do Itaú Unibanco não estariam claros[386].

Tratar-se-ia, portanto, de uma participação não meramente passiva do adquirente Itaú Unibanco: ao deter 74,9% do capital social total e 49,9% das ações ordinárias, exerceria influência relevante na XP Investimentos; ao possuir poderes de veto, compartilharia o poder de controle com a *maverick* nas hipóteses previstas[387].

Independentemente do grau de participação ativa do adquirente Itaú Unibanco, o banco tradicional acessaria informações concorrencialmente sensíveis da XP Investimentos. O Superintendente-Geral entendeu tal fato inofensivamente, porquanto a mudança de postura do adquirente embasada em tais informações não teria o condão de prejudicar o bem-estar;

[381] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 80, § 307.
[382] Ibid., p. 86, § 343.
[383] Ibid., p. 82, § 314.
[384] Ibid., loc. cit., §§ 320 e 321.
[385] Ibid., loc. cit., § 317.
[386] Ibid., p. 86, §§ 340 e 341.
[387] Ibid., p. 84, § 332.

inversamente, uma alteração da conduta da XP Investimentos prejudicaria a concorrência e os consequentes benefícios nos mercados de investimentos e, subsidiariamente, de crédito[388].

Por tal razão, a influência relevante ou o poder de controle compartilhado do Itaú Unibanco na XP Investimentos poderia arrefecer a competitividade da *maverick* ao, por exemplo, modificar sua política de tarifa zero aos investidores, restringir parcialmente determinados produtos de investimentos e até alterar política de arquitetura aberta[389].

O Superintendente-Geral reputou tais hipóteses como factíveis, pois, – apesar do incentivo oriundo do Acordo de Acionistas da adquirida em rivalizar contra o adquirente – haveria situações em que a *maverick* exerceria o poder de mercado sem arcar com prejuízos, ante a ausência de contestabilidade para absorver o desvio dos investidores e fornecedores, majorada pelo Ato de Concentração ao incrementar a reputação da plataforma adquirida. Assim, tais medidas não prejudicariam a XP Investimentos ao passo que beneficiariam o Itaú Unibanco, e, portanto, os interesses das partes poderiam ser alinhados[390].

Conclusivamente, a Superintendência-Geral determinou que o Ato de Concentração necessitaria de mitigadores de ambos os problemas concorrenciais supracitados. O Acordo em Controle de Concentração foi então negociado com as partes com o fito de solvê-los ao (i) eliminar as barreiras à entrada e ao desenvolvimento das plataformas abertas consistente nas exclusividades aos ofertantes de produtos e aos AAIs pela XP Investimentos; e (ii) restringir os poderes do Itaú Unibanco na *maverick*, preservando a independência[391-392].

O Superintendente-Geral impugnou a operação ao Tribunal do CADE e recomendou a aprovação condicionada à celebração do Acordo em Controle de Concentração, fundamentando a decisão e acatando a recomendação do Parecer Técnico nº 24, de 2017, elaborado pela Superintendência-Geral[393-394].

---

[388] Ibid., loc. cit., § 329. "(...) ainda que passiva, tal participação pode lhe conferir acesso a informações sobre estratégia do concorrente, planos de investimentos e outras de caráter concorrencialmente sensível." Conforme se verá nos itens adiante, os Conselheiros do Tribunal do CADE consideraram a mudança de postura do Itaú Unibanco incentivada pela participação no capital da XP Investimentos, e, por conseguinte, nos lucros. O BACEN também teceu preocupações similares ao dos Conselheiros.

[389] Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 86, § 342.

[390] Ibid., loc. cit., §§ 343, 344 e 345.

[391] Ibid., p. 89, § 348, "a SG entende que a operação pode ser aprovada, desde que adotados alguns compromissos que mitiguem o risco de exercício de poder de mercado após a operação, (...)."

[392] Ibid., loc. cit., § 349, "Assim, não apenas foram negociados compromissos que limitam ainda mais a influência do Itaú sobre as decisões comerciais da XP, mas a Compromissária também se compromete a adotar práticas em relação aos seus parceiros comerciais – emissores e gestores –e AAIs que facilitam o acesso de seus concorrentes a esses recursos necessários ao desenvolvimento da atividade."

[393] Confira as notas de rodapé 118 e 119.

3.2.4.5.2 A decisão do Tribunal do CADE

Além das preocupações concorrenciais diagnosticadas pelo Superintendente-Geral, os Conselheiros constataram outras duas oriundas da participação do Itaú Unibanco em 74,9% dos lucros da XP Investimentos: (i) discriminação das demais plataformas abertas, na hipótese de o adquirente optar por comercializar seus produtos de investimentos na *maverick*; (ii) direcionamento de seus clientes à plataforma adquirida, ante a inevitabilidade do movimento de desbancarização dos produtos de investimentos. Ambas reforçariam a posição da XP Investimentos face às plataformas abertas[395].

O Tribunal do CADE aditou o ACC negociado entre a SG e as requerentes para também mitigar ambos os problemas concorrenciais identificados pelos Conselheiros. Assim, o Itaú Unibanco passou a figurar de "interveniente anuente" para "parte compromissária"[396].

O Conselheiro-Relator concluiu que os problemas antitrustes identificados seriam mitigados pela estrutura da operação, Acordo de Acionistas e ACC aditado pelo Plenário, e, portanto, a operação poderia ser aprovada condicionada à celebração do ACC[397]. No mesmo sentido, os Conselheiros Maurício Oscar Bandeira Maia, Paula Farani de Azevedo, Polyana Ferreira Silva Vilanova e o Presidente do Tribunal do CADE, Alexandre Barreto de Souza, votaram pela aprovação do AC condicionada ao ACC.

Os Conselheiros João Paulo de Resende e Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt votaram pela reprovação do Ato de Concentração, principalmente porque colocaria em xeque o movimento de desbancarização ao autorizar a aquisição da maior plataforma aberta pelo maior banco privado do país, o que daria azo a um contramovimento de "rebancarização"[398].

Na 119ª Sessão Ordinária de Julgamento do Tribunal do CADE, o Plenário conheceu do AC entre as requerentes XP Investimentos e Itaú Unibanco por unanimidade e,

---

[394] O despacho SG nº 1886/2017 alberga o oferecimento da impugnação do Superintendente-Geral ao Tribunal do CADE nos autos do AC Itaú Unibanco e XP Investimentos. O oferecimento da impugnação foi fundamentado no Parecer Técnico nº 24, de 2017, elaborado pela SG, o qual, ainda, recomendou ao Superintendente-Geral oferecer impugnação para aprovação do AC condicionada ao ACC negociado com as partes, vide Parecer Técnico SG nº 24, de 2017, p. 92, § 370.

[395] Voto do Conselheiro Relator Paulo Burnier, p. 49, §§ 267 e 270.

[396] Voto do Presidente do Tribunal do CADE Alexandre Barreto de Souza, p. 2,§ 17.

[397] Voto do Conselheiro Relator Paulo Burnier, p. 50, § 277.

[398] Voto do Conselheiro João Paulo de Resende, p. 6, §§ 31 e 32. "Com a autorização para que o Itaú agora compre a XP, nenhuma outra operação do tipo poderá ser barrada, pois estamos falando do maior banco privado comprando a maior plataforma aberta de investimentos. (...) Nesse cenário, teríamos a bancarização do mercado da desbancarização, ou a **rebancarização** das alternativas de investimentos, em especial para o varejo." (grifo nosso). Voto da Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt, p. 70, § 71. "Se aprovada a operação, o Cade, indiretamente, estará autorizando um possível início do processo reverso à atual desbancarização, dado que todos os bancos terão jurisprudência ao seu favor para comprar qualquer outra corretora com plataforma aberta."

no mérito, aprovou-o condicionado à celebração do Acordo em Controle de Concentrações. As partes assinaram o ACC junto ao CADE, estando submetidas à monitoração de um auditor externo e da Superintendência-Geral até a vigência do contrato, 31 de dezembro de 2022[399].

[399] Vide Cláusula 3.1, sobre o *trustee* de monitoramento, e 6.1, sobre vigência, do ACC celebrado com o CADE. Sobre a 119ª SOJ do CADE, encontra-se disponível em: http://www.cade.gov.br/assuntos/sessoes/sessoes-pasta-geral/prospectos-audio-soj/2018/119a-soj.pdf/view. Acesso em: 10 ago. 2020.

4 A DECISÃO DO BACEN: A EFICÁCIA DA APROVAÇÃO DO AC PELO CADE

A operação entre o Itaú Unibanco e a XP Investimentos, submetida ao CADE e ao BACEN em julho de 2017, é a primeira analisada após o Memorando de Entendimentos[400]. Neste sentido, para determinar a eficácia da autorização do CADE, cumpre averiguar se a decisão do BACEN também aprovou o Ato de Concentração em análise[401].

Originalmente, a operação negociada entre as partes em maio de 2017 bipartiu a aquisição em duas grandes fases: (i) a compra de participação minoritária, em três etapas, e (ii) a aquisição do poder de controle da XP Investimentos, via opção de *put* ou de *call*.

O AC transitado na autoridade antitruste albergou exclusivamente as três aquisições minoritárias, obrigando as partes a notificarem o CADE caso o Itaú Unibanco adquira o poder de controle da XP Investimentos.

O AC transitado na autoridade monetária tratou do contrato de compra e venda alterado e consolidado para atender os parâmetros considerados aceitáveis pelo BACEN. Neste sentido, o "aditivo" apresentado pelas requerentes para adequar o contrato originário suprimiu a aquisição do poder de controle integralmente – opções de venda e de compra – e a aquisição minoritária parcialmente, cancelando a compra prevista para 2020[402].

Remanesceram do "Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças" a aquisição inicial e uma única aquisição adicional de 12,5% do capital social total, em 2022, cujo valor estaria sujeito a um múltiplo de resultado de 19 vezes da XP Investimentos[403]. Salienta-se que esta aquisição adicional está sujeita à futura autorização do Banco Central[404].

Assim, o AC transitado no Banco Central teve por objeto exclusivamente a aquisição inicial, que conferiria 49,9% do capital social total e 30,1% do capital votante da XP Investimentos ao Itaú Unibanco.

---

[400] Cf. a nota de rodapé 1. O Memorando de Entendimentos do CADE e do BACEN, assinado em fevereiro de 2018, está disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso: 10 ago. 2020.

[401] Cf. a nota de rodapé 2, especificamente a cláusula 2.3 Memorando de Entendimentos: "A eficácia dos atos de concentração envolvendo instituições financeiras fica condicionada à autorização de ambas as autarquias, (...)".

[402] BACEN. Voto 169/2018-BCB, de 8 de agosto de 2018, § 7: "Foi apresentado, em 7 de Agosto de 2018, **aditivo** alterando e consolidando o contrato de compra e venda, para adequá-lo a parâmetros considerados aceitáveis pelo BC, (...)." (grifo nosso). Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/ACC/Voto_169_2018-BCB.pdf. Acesso: 10 ago. 2020.

[403] Cf. o Fato Relevante divulgado pelo Itaú Unibanco disponível em: https://www.itau.com.br/relacoes-com-investidores/Download.aspx?Arquivo=f83kSCCindvSBgj158nQpw==Acesso em: 10 ago. 2020.

[404] Vide Cláusula Segunda, a, do ACC celebrado com o Banco Central. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/ACC/ACC-Itau_Unibanco_XP.pdf. Acesso em: 10 ago. 2020.

O órgão prudencial identificou indicativos do viés defensivo da operação, razão pela qual condicionou a aprovação do AC ao Acordo em Controle de Concentração[405], assinado entre as partes e o BACEN em agosto de 2018[406].

Portanto, o BACEN e o CADE aprovaram a concentração entre XP Investimentos e Itaú Unibanco, restando eficazes as decisões de ambas as autarquias, conforme a cláusula 2.3 do Memorando de Entendimentos.

4.1 Os Acordos em Controle de Concentração de ambas as autarquias: compromissos assumidos pelas partes

Os Acordos em Controle de Concentrações assinados pelas partes foram elaborados para mitigar as respectivas preocupações concorrenciais do CADE e do BACEN no mercado relevante de distribuição de produtos de investimentos[407].

Fundamentalmente, as autarquias confeccionaram obrigações às correlatas preocupações antitrustes identificadas para: (i) preservar a concorrência no mercado de plataformas abertas, ante o incremento da posição da XP Investimentos; e, (ii) assegurar o caráter disruptivo da *maverick*, ao manter a independência decisória face ao Itaú Unibanco.

As peculiaridades do modelo de negócios das plataformas de arquitetura aberta foram consideradas na elaboração das obrigações, especialmente o mercado de dois lados[408].

Pelo lado dos ofertantes, a XP Investimentos se comprometeu a não exigir exclusividade aos gestores de fundos e aos emissores bancários, viabilizando o *multihoming*. Além do mercado de insumos, comprometeu-se a não exigir exclusividade aos AAIs, importante canal de distribuição das plataformas abertas[409-410].

Pelo lado dos demandantes, a XP Investimentos se comprometeu a fornecer instruções claras para transferência de custódia, diminuindo o custo de transação, e, também, a não cobrar multa, caso o investidor opte por transferir, facilitando, assim, o *multihoming*[411].

---

[405] BACEN. Voto 169/2018-BCB, de 8 de agosto de 2018, §§ 23 e 24. Dentre os indicativos, o voto destaca o fato de 27,4% da captação liquida da XP Investimentos terem como origem o Itaú Unibanco, em janeiro de 2017.
[406] O Banco Central também identificou problemas nos mercados relevantes de corretagem de valores mobiliários e distribuição de produtos de investimentos. Todavia, assim como o CADE, o ACC do BACEN endereçou exclusivamente as preocupações no mercado de distribuição de produtos de investimentos.
[407] Apesar de haver nexo entre o AC e o aumento do poder no mercado relevante de corretagem de valores mobiliários, as autarquias endereçaram o ACC apenas para o MR de distribuição de produtos de investimentos.
[408] Voto da Conselheira Cristiane Schmidt, § 40.
[409] Cláusulas 2.2.5, relativa ao mercado de insumos, e 2.3, referente ao mercado de distribuição, do ACC celebrado junto ao CADE. Cf. o voto do Conselheiro-Relator Paulo Burnier, § 262.
[410] Aumento estrondoso dos AAI pela XP.
[411] Cláusulas 2.4.1 e 2.4.2 do ACC celebrado junto ao CADE. Cf. o voto do Conselheiro-Relator, p. 49, § 264.

Ante a inevitabilidade do movimento de desbancarização, o Itaú Unibanco assumiu o compromisso de não direcionar os seus clientes à plataforma da XP Investimentos, bem como de não discriminar outras plataformas de arquitetura aberta, caso opte por distribuir seus produtos de investimentos por terceiros[412].

O viés defensivo da operação, decorrente da aquisição da XP Investimentos, empresa *maverick* de concorrência disruptiva, pelo incumbente de arquitetura fechada, também foi endereçado pelas autarquias.

Um conjunto de compromissos foi assumido para evitar o arrefecimento da concorrência da empresa *maverick*. Dentre eles, destacam-se a obrigação da XP Investimentos em manter a sua plataforma aberta aos produtos de gestores de fundos e emissores bancários, bem como não discriminá-los em favor do Itaú Unibanco[413]. De modo a assegurar, o Itaú Unibanco se comprometeu com o CADE a se abster das decisões da *maverick* relativas à inclusão, à exclusão e às condições comerciais dos ofertantes de produtos de investimentos[414].

O ACC celebrado entre as partes e o Banco Central foi mais rigoroso neste aspecto. Primeiramente, as requerentes readequaram o contrato de compra e venda, do qual passou a constar apenas uma aquisição inicial, objeto do AC, e uma única aquisição adicional, de 12,5% do capital social total, em 2022, passível de reprovação pelo BACEN.

As requerentes assumiram compromissos com o BACEN no sentido de vedar a influência e a ingerência do Itaú Unibanco nas diretrizes e estratégias da XP Investimentos. Neste sentido, comprometeram-se a abdicar da indicação de administradores para as áreas financeiras ou de operações da XP Investimentos[415] e também de participar ou deliberar nas suas reuniões prévias às assembleias gerais[416].

Portanto, a influência relevante na XP Investimentos foi minimizada pelo BACEN, ao aprovar exclusivamente a participação do Itaú Unibanco em 49,9% do capital

---

[412] Cláusulas 2.7.1 e 2.7.2 do ACC celebrado junto ao CADE.
[413] Cláusulas 2.2.1 e 2.2.4 do ACC celebrado junto ao CADE. Para tanto, comprometeu-se a divulgar sua política de inclusão e exclusão de produtos de investimentos em sítio eletrônico e encaminhar as recusas ao *trustee* de monitoramento semestralmente vide Cláusula 3.5.2 do ACC do CADE.
[414] Voto do Conselheiro-Relator, p. 49, § 272 "(...) o ACC ainda prevê que as decisões relativas à contratação com ofertantes de produtos de investimento, incluindo questões relacionadas à inclusão ou exclusão de produtos na plataforma XP e às condições comerciais negociadas, serão tomadas exclusivamente pelos acionistas controladores da XP, devendo o Itaú se abster de intervir nessas decisões [ACESSO RESTRITO]." De forma mais abrangente: Cláusula Segunda, b, do ACC celebrado junto ao BACEN.
[415] BACEN. Voto 169/2018-BCB, de 8 de agosto de 2018, § 5. O Acordo de Acionistas previa o direito do Itaú Unibanco a indicar 2 dos 7 membros do Conselho de Administração e, a partir de 2022, encaminhar uma lista tríplice de candidatos à diretor financeiro da XP.
[416] Cláusulas Primeira, b.3, e Segunda, b.3, do ACC celebrado junto ao BACEN.

total e 30,1% do capital votante, e, dentre outros, por vedar a indicação do banco adquirente de membros ao Conselho de Administração da XP.

Além do zelo pela independência da *maverick*, o BACEN manteve o incentivo de concorrer contra o banco adquirente ao manter o valor da única aquisição adicional vinculado aos resultados futuros da XP Investimentos, embora sujeita à aprovação[417].

As requerentes ainda se comprometeram com o BACEN em não permitir o acesso à base de dados de clientes e parceiros da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco[418].

Com efeito, uma das principais obrigações assumidas com o Banco Central consiste na assunção pelas requerentes em não adquirir participação em qualquer plataforma aberta de investimentos nos próximos oito anos, excetuando-se a *tranche* prevista para 2022 e a hipótese de estabilidade monetária[419]. Especificamente em relação à aquisição do controle da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco, a vedação abrange os próximos quinze anos[420].

Destarte, cessa-se o contramovimento de "rebancarização", advertido pelos votos contrários no CADE, e salvaguarda-se a concorrência entre as plataformas abertas, posto que a XP Investimentos já havia comprado a Clear e a Rico[421].

Por fim, a XP Investimentos se comprometeu a manter sua política de taxa zero aos investidores, cláusula questionada em virtude da estrutura de precificação em um mercado de dois lados, onde, comumente, um lado é subsidiado pelo outro[422].

4.2 XP Inc.: o IPO do Grupo XP na Nasdaq

A XP Investimentos retomou o plano original de captação de recursos via IPO após a exigência de reestruturação da operação para se adequar aos parâmetros do BACEN[423].

Optou-se por realizar o IPO na bolsa de valores estadunidense Nasdaq, principalmente em função da possibilidade de emissão de novas ações sem comprometer o poder de controle dos sócios originais[424].

---

[417] Cf. a nota de rodapé 404, sobre as divulgações divulgadas no Fato Relevante do Itaú Unibanco.
[418] Cláusula Segunda, b.2, do ACC celebrado junto ao BACEN. Ressalte-se que o acesso a tais informações havia sido minimizado pela Superintendência-Geral: cf. a nota de rodapé 388.
[419] Cláusulas Segunda, a; Terceira, a; e, Quinta, a, do ACC celebrado junto ao BACEN.
[420] Cláusulas Segunda, c, e Quinta, b, do ACC celebrado junto ao BACEN.
[421] Esta foi uma preocupação adjacente referente à XP Investimentos adquirir outras plataformas abertas e foi apontada no voto da Conselheira Cristiane Alkmin Schmidt, § 72.
[422] Cláusula 2.5 do ACC celebrado junto ao CADE. No voto do Conselheiro João Paulo de Resende, § 16, questiona-se a manutenção da tarifa zero como obrigação, ante o potencial predatório da prática.
[423] Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/11/26/xp-investimentos-estuda-abrir-capital-na-nasdaq.ghtml. Acesso em: 08 ago. 2020. A notícia data de novembro de 2018, dois meses após a aprovação do AC condicionada ao ACC pelo BACEN.

Os sócios da *maverick* se reorganizaram em uma nova pessoa jurídica, XP Inc., *holding* do Grupo XP, sediada nas Ilhas Cayman, a qual manteve a hierarquia anterior, todavia a partir de duas classes distintas de ações ordinárias: "*Class A*" e "*Class B*"[425].

O poder de voto da "*Class B*" é décuplo do poder deliberativo da "*Class A*"[426]. No Brasil, o poder de controle majoritário poderia ser exercido por aquele que detém um quarto mais uma quota do capital social[427-428]. Nesta reorganização, o controle majoritário poderia ser exercido por um acionista com menos de um décimo do capital social[429].

A XP Inc. ofertou exclusivamente quotas "*Class A*" de nova emissão e dos sócios XP Controle, General Atlantic e DYNA III. O Itaú Unibanco não ofertou suas ações. Os sócios antigos remanesceram com 86,86% e 100% das quotas totais e das "*Class B*", respectivamente, restando a XP Controle como controladora com 54,79% do poder de voto[430], ao passo que o ITB Holding, *holding* do Itaú Unibanco, detêm 32,49% dos votos[431-432].

---

[424] Segundo Guilherme Benchimol, fundador da XP: "Optamos pela listagem na Nasdaq porque (...), além de nos dar espaço para novas emissões de ações, sem colocar em risco o controle da empresa e a sua total independência – fato esse que não seria possível por meio da legislação brasileira atual". Disponível em: https://www.linkedin.com/posts/guilherme-benchimol_%C3%A9-com-muito-orgulho-que-compartilho-com-todos-activity-6610578977562128386--zAs/. Acesso em: 08 ago. 2020.

[425] U.S. Securities and Exchange Comission. *XP Inc's Final Prospectus.* Registration No. 333-234719, 2019, p. 7. "We are a Cayman Islands exempted company incorporated with limited liability on August 29, 2019 for purposes of effectuating our initial public offering. (...) On November 29, 2019, XP Controle, Itaú, GA Bermuda and DYNA III contributed all of their shares in XP Brazil to us." Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1787425/000119312519311633/d829388d424b1.htm. Acesso em: 08 ago. 2020.

[426] Ibid., p. 199. "The holder of a **Class B** common share is entitled, in respect of such share, to **10 votes per share**, whereas the holder of a **Class A** common share is entitled, in respect of such share, to **one vote per share**. The holders of Class A common shares and Class B common shares vote together as a single class on all matters (including the election of directors) submitted to a vote of shareholders, except as provided below and as otherwise required by law." (grifo nosso).

[427] COELHO, Fábio Ulhoa. Curso de direito comercial: direito de empresa. 16ª ed, São Paulo: Saraiva, 2012, p. 213. "O primeiro e fundamental instrumento de organização do poder de controle encontra-se na figura da ação sem direito a voto. A LSA estabelece que até 50% do total das ações emitidas pela sociedade anônima podem ser preferenciais sem voto (art. 15, § 2º). Desse modo, quando emitidas ações ordinárias (votantes) e preferenciais (não votantes) *ao mesmo preço*, o empreendedor responsável pela iniciativa de construir a empresa pode controlar a sociedade anônima, contribuindo com cerca de pouco mais de 25% dos recursos aportados no capital social. Claro que, para tanto, ele deve subscrever apenas ações ordinárias."

[428] Lei nº 6.404, de 1976, art. 15, § 2º: "O número de ações preferenciais sem direito a voto, ou sujeitas a restrição no exercício desse direito, não pode ultrapassar 50% (cinqüenta por cento) do total das ações emitidas."

[429] Ilustrativamente, se o capital social for destrinchado em 9% de "*Class A*" e 91% de *"Class B*", aquele que detém integralmente as primeiras quotas mais uma unidade da segunda deteria o poder de controle majoritário.

[430] U.S. Securities and Exchange Comission, *Prospectus of XP Inc.* Registration No. 333-234719, 2019, p. 208. "**Since XP Controle, Itaú and GA Bermuda own all of the Class B common shares**, XP Controle, Itaú and GA Bermuda currently have the ability to elect a majority of the directors and to determine the outcome of most matters submitted for a vote of shareholders, **with XP Controle as the controlling shareholder**." (grifo nosso).

[431] Ibid., p. 70. Presumiu-se 86,86% caso nenhum dos sócios originais adquira ações do IPO.

[432] Disponível em: https://secfilings.nasdaq.com/edgar_conv_html%2f2020%2f04%2f29%2f0000950103-20-008430.html#FIS_COMPANY_INFORMATION. Acesso em: 09 ago. 2020. Nas páginas 139 e 140, encontram-se discriminadas as posições dos sócios XP Controle, ITB Holding, General Atlantic e DYNA III.

5 CONCLUSÕES

O CADE controla a estrutura de mercado com o fito de prevenir uma aglutinação de poder econômico entre as requerentes que lhes confira uma posição dominante, permitindo-lhes abusar do poder econômico, de forma unilateral ou coordenada, sem uma efetiva contestação dos concorrentes potenciais ou dos rivais.

Não obstante, a concorrência poderá ser sacrificada nas hipóteses em que a concentração alcance os objetivos constitucionais, pois a livre-iniciativa e a livre-concorrência são instrumentais à consecução dos fins mores da Carta Magna.

O processo de concentração bancária brasileiro culminou na formação de uma estrutura concentrada e conglomerada composta pelos cinco maiores bancos tradicionais: Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú Unibanco, Santander e Bradesco.

Ante a inaptidão da concorrência entre os bancos tradicionais de arquitetura fechada em atender as expectativas dos tomadores de crédito e dos investidores de varejo, a XP Investimentos lançou a primeira plataforma de arquitetura aberta no Brasil em 2011. Solucionou, de um lado, a inacessibilidade de terceiros independentes às plataformas dos bancos tradicionais, e, de outro, a demanda dos investidores de varejo por produtos mais acessíveis, rentáveis, baratos e variados.

Além do mercado de investimentos, a inovação da XP Investimentos teria o condão de repercutir no mercado de crédito, pois permite aos emissores bancários ofertarem seus produtos de *funding*.

O sucesso do modelo de negócio de arquitetura aberta pode ser constatado pela migração do fluxo de investimentos dos bancos de varejo para as plataformas abertas, denominado de desbancarização.

Logo após a XP Investimentos anunciar sua intenção de realizar um IPO na B3, o Itaú Unibanco interveio e adquiriu a XP Investimentos.

O Itaú Unibanco e a XP Investimentos submeteram a operação ao crivo do BACEN e do CADE. Consoante o Memorando de Entendimentos assinado entre as autarquias em 2018, a aprovação da concentração está condicionada à autorização de ambas.

A inteligibilidade da realidade econômica subjacente às requerentes é imprescindível para a autoridade antitruste direcioná-la conforme a ordem jurídica.

A partir da literatura econômica, compreenderam-se as particularidades dos modelos de negócios do Itaú Unibanco e da XP Investimentos.

Constatou-se a distinção fundamental entre o modelo tradicional de *pipeline*, que é *single-sided*, e, por isso, as empresas se concentram apenas no nível de precificação, e o modelo de negócio *multi-sided* (dois ou mais lados), cujas demandas são interdependentes, e, por conseguinte, as firmas traçam estratégias tanto no nível como na estrutura de precificação.

A distribuição dos preços entre os diversos lados da plataforma é uma das principais características que identificam um mercado de múltiplos lados.

As plataformas de dois lados precisam solucionar o dilema "o ovo ou a galinha" para desencadearem ciclos de retroalimentação positiva, os quais, em função dos efeitos de rede indiretos e positivos, conduzem a plataforma ao crescimento.

Quão maior for a comunidade de usuários, maiores serão os efeitos de rede e a utilidade em se filiar. Logo, a plataforma pioneira tende a concentrar todo o mercado, vez que se presume ter solucionado o dilema "o ovo ou a galinha" e desencadeado ciclos de *feedbacks* positivos primeiramente, possuindo, assim, uma rede maior e mais útil à filiação.

Infere-se que as estratégias de uma plataforma de múltiplos lados estão centradas na principal vantagem competitiva deste modelo de negócios: os efeitos de rede.

Ilustrativamente, uma das estratégias fundamentais consiste em limitar o *multihoming*, ou seja, em dificultar a utilização de outra plataforma rival pelo seu usuário. Desta forma, evitam-se a sua substituição e o crescimento das redes rivais, ao coibir a filiação e, assim, não incrementar o efeito de rede que poderia ensejar os ciclos de *feedback* positivos.

Tais peculiaridades em conjunto – efeitos de rede e limitação ao *multihoming* – aumentam a tendência da plataforma pioneira (*first mover*) em concentrar todo o mercado. Trata-se de um modelo no qual "o vencedor leva tudo" ("*winner-take-all*").

Portanto, as autoridades antitrustes em seu escopo preventivo de controle de estruturas devem estar atentas às peculiaridades das plataformas de múltiplos lados, principalmente em sua tendência de concentrar o mercado.

O CADE constatou que a plataforma de arquitetura aberta da XP Investimentos é operacionalizada em um mercado de dois lados e também é a plataforma pioneira, a maior e a líder do movimento de desbancarização no Brasil.

A estratégia supramencionada pode ser verificada no caso, pois a *maverick* limitou o *multihoming* ao exigir exclusividade no lado dos produtores, mercado de insumos. Ademais, a XP Investimentos ainda obstruiu o acesso das plataformas rivais aos AAIs, importante canal de distribuição, ao também exigir exclusividade nas hipóteses em que lhes seriam facultado contratar com mais de uma plataforma.

A análise tradicional do CADE – baseada na parcela de mercado como indício de posição dominante – foi complementada para abarcar a inovação disruptiva da *maverick*, consistente na plataforma de arquitetura aberta, e as peculiaridades do mercado de dois lados, na qual a inovação do modelo de negócios da XP Investimentos é operacionalizada.

Em função das demandas interdependentes das plataformas de múltiplos lados, o instrumental das autoridades antitrustes deve ser adequado.

Assim, por exemplo, na definição do mercado relevante, o SSNIP e o Teste do Monopolista Hipotético, pois considerariam apenas o nível de precificação em um lado.

Nas etapas da possibilidade e da probabilidade do uso do poder de mercado também, pois o exercício do abuso do poder econômico num mercado de dois lados não se restringe a apenas um lado.

Igualmente, na confecção de um Acordo em Controle de Concentrações, as autoridades devem considerar as peculiaridades que tal mercado comporta.

O CADE identificou que a *maverick* opera em um mercado de dois lados no mercado relevante de distribuição de produtos de investimentos para o varejo principalmente em função da estrutura da precificação.

Nas etapas subsequentes, de avaliação da possibilidade e probabilidade do uso do poder de mercado, a autoridade antitruste considerou a interdependência das demandas e os efeitos de rede, bem como as vantagens exclusivas da XP Investimentos que prejudicavam o *multihoming* e a distribuição via AAIs.

Apesar de o CADE negociar o ACC considerando as peculiaridades do mercado de dois lados – ao, por exemplo, facilitar o *multihoming* em ambos os lados, o que repercutiria no aumento da concorrência entre as plataformas de investimentos abertas –, a cláusula referente à manutenção da política de taxa zero é questionável.

Ora, em um mercado de múltiplos lados comumente um lado subsidia o outro. Neste caso, é translúcido que o lado dos investidores de varejo é mais sensível à precificação, sendo subsidiado. Todavia, isto não implica que os consumidores não arquem com "custos".

Pois bem, o abuso do poder econômico em um mercado de dois lados não está restrito a apenas um dos lados, de forma que, embora o investidor não pague, a plataforma poderia aumentar o deságio e, assim, diminuir a rentabilidade do investidor de varejo.

Logo, o repasse dos benefícios econômicos aos consumidores mostra-se igualmente desafiante para à autoridade antitruste. Conclui-se que a cláusula da manutenção de política de taxa zero é insuficiente para cumprir tal desiderato.

Quanto ao viés defensivo da operação, as preocupações do SG em relação ao arrefecimento da pressão da XP Investimentos pelo Itaú Unibanco foram endereçadas no ACC ao preservar a arquitetura aberta e as condições comerciais sob critérios isonômicos.

Além dessas possibilidades, os Conselheiros do CADE também endereçaram o ACC para mitigar as preocupações referentes aos incentivos oriundos da participação em 74,9% do capital social da *maverick* pelo Itaú Unibanco. Especificamente, vedou-se o banco adquirente de discriminar outras plataformas, caso decida futuramente comercializar seus produtos por meio de terceiros, e de direcionar seus clientes para a XP Investimentos, ante a inevitabilidade do movimento de desbancarização, o que fortaleceria a propensão ao "o vencedor leva tudo" da XP Investimentos.

Com efeito, concorda-se com a Cons.ª Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt e o Cons. João Paulo de Resende, os quais advertiram ao Tribunal do CADE que a aprovação da compra da maior plataforma aberta pelo maior banco privado comprometeria a desbancarização ao dar azo a um contramovimento de rebancarização.

Em outras palavras, em virtude da magnitude do precedente, qualquer banco poderia adquirir qualquer plataforma. Logo, independentemente do remédio comportamental, seria a aprovação de 74,9% da *maverick* pelo maior banco privado que comprometeria a concorrência dinâmica ou schumpteriana das plataformas abertas.

Quanto ao aspecto institucional, observa-se que a operação foi aprovada pelo CADE e pelo BACEN, restando eficaz nos termos do Memorando de Entendimentos. Todavia, aprovou-se com restrições, assim, o Itaú Unibanco e a XP Investimentos acataram as cláusulas de cada autarquia nos respectivos Acordos em Controle de Concentração – ACC.

Neste aspecto, observa-se que o BACEN foi mais cauteloso em mitigar o viés defensivo da concentração ao exigir a reestruturação da operação submetida para se enquadrar aos seus parâmetros.

Assim, ao passo que o CADE aprovou a compra de 74,9% do capital social, o BACEN aprovou apenas a primeira *tranche*, 49,9% do capital social e 30,1% do votante. A única aquisição adicional de 12,5% do capital social total, em 2022, – remanescente da reestruturação do contrato de compra e venda aos termos da autoridade monetária – está sujeita à futura aprovação ou reprovação do BACEN.

Neste sentido, houve um trato mais rigoroso às preocupações levantadas nos votos vencidos no Tribunal do CADE em sede do BACEN.

Para evitar o contramovimento de rebancarização, o Itaú Unibanco se comprometeu com o BACEN a não adquirir qualquer plataforma aberta nos próximos oito anos, e, especificamente, a não adquirir o controle da *maverick* nos próximos 15 anos.

Para evitar que a plataforma pioneira aumentasse mais ainda sua vantagem competitiva dos efeitos de rede, a XP Investimentos se comprometeu a não adquirir qualquer plataforma aberta pelos próximos oito anos, vez que já havia adquirido a Rico e a Clear.

Portanto, os Acordos em Controle de Concentração se complementam para mitigar os problemas concorrenciais através de medidas comportamentais e da reestruturação, endereçando as preocupações de eliminação de *maverick*, de fomentação do contramovimento de rebancarização e das peculiaridades de um mercado de dois lados. Ademais, o CADE ainda visou preservar os emissores bancários independentes com o escopo de incrementar a concorrência no mercado creditício, além do mercado de investimentos.

Quanto à cooperação entre o CADE e o BACEN, deve-se pontuar que o Memorando de Entendimentos foi acordado após a impugnação do Superintendente-Geral e uma quinzena antes do julgamento no Tribunal do CADE. Portanto, não é frutífero concluir acerca do sucesso cooperativo no CADE, inclusive pelo fato de o BACEN não citar a colaboração no seu voto. Não obstante, pode-se afirmar a importância de ambas as autarquias e a complementariedade das obrigações endereçadas, as quais visaram eliminar preocupações semelhantes, embora em graus diferentes, o que reflete na importância da colaboração.

Quanto aos reflexos da aprovação das autarquias na XP Investimentos, observa-se que o Grupo XP retomou sua estratégia inicial de angariar recursos via IPO, contudo, em vez de realizar na B3, optou pela bolsa de valores estadunidense da Nasdaq via a

holding XP Inc., criada nas Ilhas Cayman, a qual possibilitou a emissão de novas ações sem perder o poder de controle majoritário. Para além do Ato de Concentração, este fato representa um convite à doutrina jurídica para discutir o Direito Societário a fim de fomentar o mercado de ações no Brasil, o qual não cabe no escopo do presente trabalho.

Por fim, o Ato de Concentração entre XP Investimentos e Itaú Unibanco foi aprovado pelas autoridades antitruste e monetária condicionado aos respectivos ACCs, os quais foram celebrados pelas requerentes, restando, assim, a concentração eficaz.

O escopo preventivo do CADE via o Ato de Concentração XP Investimentos e Itaú Unibanco preservou, assim, o movimento de desbancarização e a concorrência dinâmica ou schumpteriana, mantendo o incentivo à inovação no setor bancário brasileiro.

REFERÊNCIAS

ARAÚJO, Leonardo; GAVA, Rogério. *Empresas Proativas 4.0*: estratégias para vencer na Era Digital. Rio de Janeiro: Alta Books, 2020.

ASSAF NETO, Alexandre. *Mercado Financeiro*. 14. ed., São Paulo: Atlas, 2018.

BACEN. Acordo em Controle de Concentração XP Investimentos e Itaú Unibanco. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/ACC/ACC-Itau_Unibanco_XP.pdf. Acesso em: 10 ago. 2020.

BACEN. *Concorrência bancária e custo do crédito*. Estudo Especial nº 64, 2019. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE064_Concorrencia_bancaria_e_custo_do_credito.pdf. Acesso em: 20 ago. 2020.

BACEN. *Juros e Spread Bancário*. 2016. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/cidadaniafinanceira/Documents/publicacoes/serie_pmf/FAQ%2001-Juros%20e%20Spread%20Banc%C3%A1rio.pdf. Acesso em: 16 maio 2020.

BACEN. *Relatório de Economia Bancária*. 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/reb_2018.pdf. Acesso em: 20 ago. 2020.

BACEN. Resolução nº 1.655, de 26 de outubro de 1989. Disciplina a constituição, organização e o funcionamento das sociedades corretoras de títulos e valores mobiliários. *Diário Oficial da União*. 27 out. 1989.

BACEN. Voto 169/2018-BCB, de 8 de agosto de 2018. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/ACC/Voto_169_2018-BCB.pdf. Acesso em: 10 ago. 2020.

BACEN; CADE. Memorando de Entendimentos. Disponível em: https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/Organizacao/memorando_cade_bc_28022018.pdf. Acesso em: 10 ago. 2020.

BAKER, Jonathan B. Mavericks, Mergers, and Exclusion: Proving coordinated Effects Under the Antitrust Laws. *New York Review*. v. 77:135, p. 135-203, 2002.

BRASIL. [Constituição (1988)]. Constituição da República Federativa do Brasil. Constituição n. 1, 5 jan. 1998.

BRASIL. Decreto-Lei nº 7.293, de 2 de fevereiro de 1945. *Diário Oficial da União*. 3 fev. 1945.

BRASIL. Decreto-Lei nº 73, de 21 de novembro de 1966. *Diário Oficial da União*. 22 nov. 1966.

BRASIL. Lei Complementar nº 109, de 29 de maio de 2001. *Diário Oficial da União*. 30 maio 2011.

BRASIL. Lei nº 12.529, de 30 de novembro de 2011. *Diário Oficial da União*. 1º dez. 2011.

BRASIL. Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964. *Diário Oficial da União*. 31 dez. 1964.

BRASIL. Lei nº 4.728 de 14 de julho de 1965. *Diário Oficial da União*. 16 ago. 1965.

BRASIL. Lei nº 6.385 de 7 de dezembro de 1976. *Diário Oficial da União*. 9 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. *Diário Oficial da União*. 17 dez. 1976.

CADE. Assessoria de Comunicação Social. *Histórico do CADE*, 24 fev. 2016. Disponível em: http://www.cade.gov.br/acesso-a-informacao/institucional/historico-do-cade. Acesso em: 18 maio 2020.

CADE. *Ato de Concentração nº 08012.002361/2008-29*. Requerentes: Banco Bradesco BBI S.A. e Ágora Holdings S.A., 27 de mar. de 2008. Conselheiro-Relator: Olavo Zago Chinaglia. *Diário Oficial da União*. 30 set. 2008.

CADE. *Ato de Concentração nº 08012.011303/2008-96*. Requerentes: Itaú S.A. e Unibanco – União de Bancos Brasileiros S.A., 24 de nov. de 2008. Conselheiro-Relator: Fernando Magalhães Furlan. *Diário Oficial da União*. 31 ago. 2010.

CADE. *Ato de Concentração nº 08700.001642/2017-05*. Requerentes: Itaú Unibanco Holding S.A. e Banco Citibank S.A., 17 de mar. de 2017. Conselheiro-Relator: Paulo Burnier da Silveira. *Diário Oficial da União*. 22 ago. 2017.

CADE. *Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16*. Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., 18 de jul. de 2017. Conselheiro-Relator: Paulo Burnier da Silveira. *Diário Oficial da União*. 20 mar. 2018.

CADE. *Ato de Concentração nº 08700.010790/2015-41*. Requerentes: Banco Bradesco S.A. e HSBC Bank Brasil S.A., 27 de out. de 2015. Conselheiro-Relator: João Paulo Rezende. *Diário Oficial da União*. 20 jun. 2016.

CADE. *Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal*. 2016.

CAMARGO, Patrícia Olga. *A evolução recente do setor bancário no Brasil*. São Paulo: Cultura Acadêmica, 2009. Disponível em: https://static.scielo.org/scielobooks/hn9cv/pdf/camargo-9788579830396.pdf. Acesso em: 16 maio 2020.

CARVALHO, Carlos Eduardo; VIDOTTO, Carlos Augusto. Abertura do setor bancário ao capital estrangeiro nos anos 1990: objetivos e retórica do governo e dos banqueiros. *Nova Economia*, Belo Horizonte, v. 17, n. 3, p. 395-425, 2007.

CHOUDARY, Sangeet Paul. *Platform Scale*. Platform Thinking Labs, 2015.

COELHO, Fábio Ulhoa. *Curso de direito comercial*: direito de empresa. 16ª ed, São Paulo: Saraiva, 2012.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 497, de 3 de junho de 2011. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. *Diário Oficial da União*. 06 jun. 2011.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. Instrução nº 555, de 17 de dezembro de 2014. Dispõe sobre a constituição, a administração, o funcionamento e a divulgação das informações dos fundos de investimento. *Diário Oficial da União*. 23 dez. 2014.

COMPARATO, Fábio Konder. *O indispensável direito econômico*. Revista dos Tribunais: São Paulo, v. 353, p. 14 e ss., 1965. In: COMPARATO, Fábio Konder, *Ensaios e Pareceres de Direito Empresarial*. Rio de Janeiro: Forense, 1978. p. 453-472.

CONSELHO MONETÁRIO NACIONAL. Resolução nº 4.444, de 13 de novembro de 2015. Dispõe sobre as normas que disciplinam a aplicação dos recursos das reservas técnicas, das provisões e dos fundos das sociedades seguradoras, das sociedades de capitalização, das entidades abertas de previdência complementar e dos resseguradores locais, [...]. *Diário Oficial da União*. 13 nov. 2015.

DARAI, D.; ROUX, C.; SCHNEIDER F. Mergers, Mavericks, and Tacit Collusion. *Cambridge Judge Bussiness School*. Working Paper no. 02/2019.

EISENMANN, Thomas; PARKER, Geoffrey; VAN ALSTYNE, Marshal W. Strategies for Two-Sided Markets. *Harvard Business Review*, 84, no. 10, 2006.

ESTADOS UNIDOS. U.S. Department of Justice and the Federal Trade Comission, *Horizontal Merger Guidelines*, Aug. 19 2010. Disponível em: https://www.justice.gov/atr/horizontal-merger-guidelines-08192010. Acesso em: 20 ago. 2020.

ESTADOS UNIDOS. U.S. Securities and Exchange Comission, *XP Inc's Final Prospectus.* Registration No. 333-234719, 2019. Disponível em: https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1787425/000119312519311633/d829388d424b1.htm. Acesso em: 08 ago. 2020.

ESTADOS UNIDOS. U.S. Securities and Exchange Comission, *XP Inc's Informations*. Disponível em: https://secfilings.nasdaq.com/edgar_conv_html%2f2020%2f04%2f29%2f0000950103-20-008430.html#FIS_COMPANY_INFORMATION. Acesso em: 09 ago. 2020.

EVANS, David S. Multisided Platforms, Dynamic Competition, and the Assessment of Market Power for Internet-Based Firms. *University of Chicago Coase-Sandor Institute for Law & Economics*, Paper No. 753, 2016. Disponível em: https://chicagounbound.uchicago.edu/cgi/viewcontent.cgi?article=2468&context=law_and_economics. Acesso em: 05 jul. 2020.

EVANS, David S. The Antitrust Economics of Two-Sided Markets. *AEI-Brookings Joint Center for Regulatory Studies*. Related Publication 02-13, 2002. Disponível em: https://core.ac.uk/reader/6716725. Acesso em: 09 jul. 2020.

EVANS, David S.; SCHMALENSEE, Richard. *Matchmakers*: the new economics of multisided platforms. Harvard Business Review Press, 2016.

EXAME. ALVES, Aluísio. *Após conversas com Itaú, XP Investimentos pede registro para IPO*, 10 maio 2017. Disponível em: https://exame.com/negocios/apos-conversas-com-itau-xp-investimentos-pede-registro-para-ipo/. Acesso em: 20 mar. 2020.

FOLHA DE SÃO PAULO, 16 abr. 1972. Disponível em: https://acervo.folha.com.br/leitor.do?numero=4361&anchor=4396468&origem=busca&pd=903970dc8e297bf4ee0fb4d921e2ee9e. Acesso em: 16 maio 2020.

FOLHA DE SÃO PAULO. RAGAZZI, Ana Paula. *Em 17 anos, XP muda indústria de investimentos e incomoda bancos*, 20 ago. 2018. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2018/08/em-17-anos-xp-muda-industria-de-investimentos-e-incomoda-bancos.shtml. Acesso: 18 maio 2020.

FOLHA DE SÃO PAULO. SALLES, Ygor. *Fusão do Itaú Unibanco foi acelerada por compra do ABN pelo Santander*, 03 nov. 2008. Disponível em: https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2008/11/463639-fusao-itau-unibanco-foi-acelerada-por-compra-do-abn-pelo-santander.shtml. Acesso em: 17 maio 2020.

FORGIONI, Paula Andrea. *Os Fundamentos do Antitruste*. 9. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2016.

G1. LAPORTA, Taís. *XP Investimentos estuda abrir capital na Nasdaq*, 26 nov. 2018. Disponível em: https://g1.globo.com/economia/noticia/2018/11/26/xp-investimentos-estuda-abrir-capital-na-nasdaq.ghtml. Acesso em: 08 ago. 2020.

GALVÃO, Alexandre *et al*. *Mercado financeiro*: uma abordagem prática dos principais produtos. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.

GRAU, Eros Roberto. *A ordem econômica na Constituição de 1988*. 19ª. ed. rev. atual. São Paulo: Malheiros, 2018.

INFOMONEY. SANDRINI, João. *8 motivos para você "desbancarizar" seus investimentos, segundo a XP*, 14 dez. 2015. Disponível em: https://www.infomoney.com.br/onde-investir/8-motivos-para-voce-desbancarizar-seus-investimentos-segundo-a-xp/. Acesso em: 18 maio 2020.

MACARINI, João Pedro. A política bancária do regime militar: o projeto conglomerado (1967-1973). *Economia e Sociedade*, Campinas, v. 16, n. 3 (31), p. 343-369, 2007. Disponível em: http://www.scielo.br/pdf/ecos/v16n3/03.pdf. Acesso em: 16 maio 2020.

MANKIW, N. Gregory. *Principles of Economics*. 8th. ed. Cengage Learning: Australia, 2018.

MATTOS, Eduardo da Silva. *O que a crise do subprime ensinou ao direito? Evidências e lições do modelo concorrencial e regulatório bancário brasileiro*. 2014. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014.

MIRANDOLA, Carlos Maurício Sakata. *Globalização financeira e integração de mercados financeiros nacionais*. 2010. Tese (Doutorado em Direito Internacional) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.

NUSDEO, Fábio. *Curso de Economia*: Introdução ao Direito Econômico. 4. ed. São Paulo: Revista dos Tribunais, 2005.

OCDE. *Guidelines on the assessment of horizontal mergers under the Council Regulation on the control of concentrations between undertakings*, OJ C 031, 5.2.2004, p. 5-18. Disponível em: https://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205(02)&from=EN. Acesso em: 20 ago. 2020.

OCDE. *Hearing on Disruptive Innovation*, 2015, Paris. Disponível em: http://www.oecd.org/officialdocuments/publicdisplaydocumentpdf/?cote=DAF/COMP(2015)3&docLanguage=En. Acesso em: 20 ago. 2020.

OCDE. *Rethinking Antitrusts Tools for Multi-sided Platforms*, 2018. Disponível em: https://www.oecd.org/daf/competition/Rethinking-antitrust-tools-for-multi-sided-platforms-2018.pdf. Acesso em: 20 ago. 2020.

PARKER, Geoffrey G.; VAN ALSTYNE, Marshal W.; CHOUDARY, Sangeet P. *Plataforma*: a revolução da estratégia. São Paulo: HSM do Brasil, 2016.

PINDYC, Robert S.; RUBINFELD, Daniel L. *Microeconomics*. 9th ed. Global Edition: Pearson Education, 2018.

PINTO, Gustavo Mathias Alves. *Regulação sistêmica e prudencial no setor bancário brasileiro*. 2011. Tese (Doutorado em Direito Econômico e Financeiro) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2011.

ROCHET, Jean-Charles; TIROLE, Jean. Platform Competition in Two-Sided Markets. *Journal of the European Economic Association*, v. 1, issue 4, p. 990-1029, 2003.

ROSSETTI, José Paschoal. *Introdução à Economia.* 20. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

SAITO, Leandro. *Antitruste e novos negócios na Internet. Condutas anticompetitivas ou exercício regular de poder econômico?*. 2016. Dissertação (Mestrado em Direito Comercial) – Faculdade de Direito, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2016.

SUPERINTENDÊNCIA DE SEGUROS PRIVADOS. Circular nº 395, de 3 de dezembro de 2009. Estabelece a codificação dos ramos de seguro e dispõe sobre a classificação das coberturas contidas em planos de seguro, para fins de contabilização. *Diário Oficial da União*. 7 dez. 2009.