



UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
BACHARELADO EM CIÊNCIAS ECONÔMICAS

BERNARDO RUSSO PIQUET DE ALCANTARA

**QUESTÕES CONCORRENCIAIS E PLATAFORMAS ABERTAS DE
INVESTIMENTO NA DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS: O CASO
ITAÚ/XP**

Rio de Janeiro

2021

BERNARDO RUSSO PIQUET DE ALCANTARA

**QUESTÕES CONCORRENCIAIS E PLATAFORMAS ABERTAS DE
INVESTIMENTO NA DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS: O CASO
ITAÚ/XP**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como exigência para obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientadora: Professora Dra. Camila Cabral Pires-Alves

Rio de Janeiro

2021

CIP - Catalogação na Publicação

RA347q Russo Piquet de Alcantara, Bernardo
QUESTÕES CONCORRENCIAIS E PLATAFORMAS ABERTAS DE
INVESTIMENTO NA DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS
FINANCEIROS: O CASO ITAÚ/XP / Bernardo Russo Piquet
de Alcantara. -- Rio de Janeiro, 2021.
54 f.

Orientadora: Camila Cabral Pires-Alves.
Trabalho de conclusão de curso (graduação) -
Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto
de Economia, Bacharel em Ciências Econômicas, 2021.

1. Distribuição de produtos financeiros. 2.
Plataformas abertas de investimento. 3. Mercado de
dois lados. 4. Questões concorrenciais. 5.
Regulação. I. Cabral Pires-Alves, Camila, orient.
II. Título.

BERNARDO RUSSO PIQUET DE ALCANTARA

QUESTÕES CONCORRENCIAIS E PLATAFORMAS ABERTAS DE INVESTIMENTO
NA DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS: O CASO ITAÚ/XP

Trabalho de conclusão de curso apresentado
ao Instituto de Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro, como requisito para
a obtenção do título de Bacharel em Ciências
Econômicas.

Rio de Janeiro, 12/21/2021.

CAMILA CABRAL PIRES ALVES - Presidente
Professora Dra. do Instituto de Economia da UFRJ

EDUARDO PONTUAL RIBEIRO
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

LUIZ CARLOS THADEU DELORME PRADO
Professor Dr. do Instituto de Economia da UFRJ

AGRADECIMENTOS

É com muito orgulho e satisfação que, a partir deste trabalho, encerro mais uma jornada na minha vida. Como todas elas, não seria possível – e muito menos prazerosa - sem a companhia de todos aqueles que estiveram ao meu lado. Como sempre, agradeço primeiramente aos meus pais, Andrea e Ricardo, por não pouparem tempo, esforço ou o que fosse preciso para que eu pudesse completar mais esta etapa. Muito obrigado por tudo que sempre fizeram por mim, é o meu maior orgulho poder afirmar que sou filho de vocês. São minha inspiração. Agradeço também à minha família, que sempre esteve presente, especialmente me incentivando na decisão de me mudar da minha cidade natal para o Rio de Janeiro para poder cursar Economia na UFRJ. Ao meu irmão Bruno, à Dona Clotilde pelo apoio e moradia, Marcos e Renata pela amizade e pela honra de ser padrinho do seu primeiro filho, minhas tias Thais, Letícia e Mônica, meu tio Marcelo e meus avós Suzete e Claudio por todo o suporte.

Agradeço também à Suzana, a pessoa mais incrível que já pude conhecer. Afirar que este trabalho não seria possível sem ela seria o eufemismo do ano. Muito obrigado por todo o seu companheirismo, amor, carinho e paciência. É e sempre será um prazer dividir todas as minhas vitórias com você. Obrigado também a todos os incontáveis amigos e colegas ao longo desta jornada, especialmente às amigas feitas na A.A.A.I.E. Guardo um carinho especial por cada um de vocês, consciente de que não teria sido o mesmo sem vossa companhia.

Por fim, meus agradecimentos à minha orientadora, Camila, por toda a paciência, ajuda e organização na composição deste trabalho e durante todo o período anterior. No mais, erros, omissões e demais problemas são de minha inteira responsabilidade.

RESUMO

O principal objetivo deste trabalho consiste em abordar os conceitos e questões concorrenciais inerentes à análise de plataformas digitais e mercados de dois lados, considerando o mercado de distribuição de produtos financeiros no Brasil. Para tanto, analisa a literatura disponível e apresenta conceitos importantes na definição do que é uma plataforma digital e mercados de dois lados, bem como seus desdobramentos segundo teoria e prática antitruste. Além disso, apresenta as aplicações destes conceitos para o mercado de distribuição de produtos financeiros, caracterizado por ser de dois lados, começando por descrever o mercado, a diferença entre uma plataforma aberta e fechada, as questões regulatórias envolvidas (barreiras à entrada e atuação de órgãos antitruste), bem como trazendo de forma breve as evoluções recentes e o mercado que elas operam. Finalmente, se dedica a analisar a aplicação dos conceitos sob a ótica do CADE e do BACEN na análise do ato de concentração XP/Itaú e seus desdobramentos para a análise final das autoridades. Com isto, concluiu-se que, acompanhando a percepção das autoridades, estas plataformas abertas de investimento são caracterizadas por trazerem inovações tecnológicas importantes ao mercado relevante e importantes ganhos concorrenciais. Além disso, considera que os aspectos concorrenciais sobre mercados de dois lados e plataformas digitais foram consideradas para a decisão final, em particular pela atenção dada aos acordos de exclusividade.

Palavras-chave: mercado de dois lados; plataformas abertas de investimento; plataformas digitais; questões concorrenciais; regulação; distribuição de produtos financeiros

ABSTRACT

The main objective of this work is to approach the concepts and competitive issues inherent to the analysis of digital platforms and two-sided markets, considering the market for distribution of financial products in Brazil. For that, it analyzes the available literature and presents important concepts in the definition of what is a digital platform and two-sided markets, as well as its consequences according to antitrust theory and practice. In addition, it presents the applications of these concepts for the financial product distribution market, characterized by being two-sided, starting by describing the market, the difference between an open and closed platform, the regulatory issues involved (barriers to entry and performance of antitrust bodies), as well as briefly bringing up recent developments and the market in which they operate. Finally, it analyzes the application of the concepts from the perspective of CADE and BACEN in the analysis of the XP/Itaú concentration act and its consequences for the authorities' final analysis. With this, it was concluded that, following the perception of the authorities, these open investment platforms are characterized by bringing important technological innovations to the relevant market and important competitive gains. Furthermore, it considers that the competitive aspects of two-sided markets and digital platforms were considered for the final decision, due to the attention given to exclusivity agreements.

Keywords: two-sided markets; open investment platforms; digital platforms; competitive issues; regulation; financial product distribution

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 – Estrutura do mercado de distribuição de produtos financeiros	22
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Serviços ofertados pelas plataformas abertas	30
Tabela 2 – Divisão do mercado de distribuição de produtos financeiros (2017)	31
Tabela 3 – Divisão do mercado de distribuição de produtos financeiros - plataformas abertas (2017)	31
Tabela 4 – Definições para avaliação do HHI	41

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	9
CAPÍTULO I: O MERCADO DE DOIS LADOS, PLATAFORMAS DIGITAIS E QUESTÕES CONCORRENCIAIS	12
1.1 Mercado de dois lados	12
1.2 Plataformas digitais	14
1.3 Questões concorrenciais em atos de concentração envolvendo plataformas e mercados de dois lados	15
CAPÍTULO II: O MERCADO DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS: CARACTERIZAÇÃO, EVOLUÇÃO E ASPECTOS REGULATÓRIOS E CONCORRENCIAIS.....	21
2.1 O mercado de distribuição de produtos financeiros como plataformas digitais e mercado de dois lados	21
2.2 Aspectos regulatórios, evolução recente e estrutura do mercado	27
CAPÍTULO III: ANÁLISE DO CASO XP: PLATAFORMAS DE INVESTIMENTO, MERCADOS DE DOIS LADOS E QUESTÕES CONCORRENCIAIS, SEGUNDO CADE E BACEN	32
3.1 As empresas, histórico de atuação e estratégias	32
3.2 A análise do Ato de Concentração	34
3.2.1 A operação.....	34
3.2.2 Definição de mercado relevante: o mercado de distribuição de produtos financeiros	35
3.2.3 Análises de possibilidade e probabilidade de exercício de poder de mercado: questões concorrenciais sobre plataformas e mercados de dois lados.....	40
CONCLUSÃO.....	50
REFERÊNCIAS	52

INTRODUÇÃO

O mercado financeiro brasileiro foi, durante muito tempo, um nicho elitizado com acesso limitado a um público reconhecido por sua condição financeira significativa – majoritariamente constituído por investidores com elevado nível de capital disponível e conhecimento necessário para investir seus recursos. Apesar de ainda possuir alguns destes traços que o caracterizaram como excludente, desde o início do século está em curso, no Brasil, um movimento de democratização deste mercado, baseado principalmente na educação financeira das classes média e média-baixa e no aumento da oferta de produtos destinados para este público (CAMPISTA; RODRIGUES, 2020, p. 55). Este movimento se fortaleceu a ponto de, em 2019, tornar-se parte uma iniciativa federal da agenda do Banco Central do Brasil (“BACEN” ou “Banco Central”)¹.

Este movimento é vanguardado pelas plataformas abertas de investimento, caracterizadas por serem um “supermercado” de produtos financeiros, distribuindo fundos, títulos públicos, emissões bancárias, emissões de empresas, operações de renda variável e de mercados futuros. Conforme será tratado no presente trabalho, essas plataformas contribuíram com o funcionamento do mercado em questão na medida em que são, em sua maioria, inovadoras por apresentar soluções tecnológicas que facilitam o acesso a produtos financeiros. Além disso, a ampliação da variedade de ativos ofertados é outro benefício verificado nesse processo. Isso porque elas conectam diferentes produtos advindos de diversos emissores aos consumidores finais, configurando-se dentro do conceito conhecido como mercado de dois lados.

Todo este processo decorrente de uma nova concorrência no mercado de distribuição dos produtos de investimentos traz consigo um desafio: a regulação setorial e de defesa da concorrência. No cenário nacional executam essas políticas: (i) Banco Central do Brasil; (ii) Comissão de Valores Mobiliários (“CVM”); e (iii) Conselho Administrativo de Defesa Econômica (“CADE”). São, portanto, parte fundamental para criação do arcabouço legal que deve orientar a forma de atuação das empresas. Nosso foco, entretanto, será a análise de fusões e aquisições, com atenção às questões associadas a plataformas e mercados de dois lados.

¹ Conforme agenda do Banco Central, nomeada de BC#. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/acessoinformacao/bchashtag>. Acesso em 12/12/2021, às 16h46.

No Brasil, fusões e aquisições nesses mercados são avaliadas tanto pelo CADE quanto pelo BACEN. Dentre os problemas analisados que devem ser enfrentados pelas autoridades, podemos citar: (i) definir mercados relevantes; (ii) analisar avaliações quanto a probabilidade de efeitos positivos e negativos da operação; (iii) abordar questões concorrenciais com uma perspectiva além do quesito preço; e (iv) desenhar remédios adequados.

Nesse sentido, o objetivo principal deste trabalho é abordar os conceitos inerentes ao mercado de distribuição de produtos financeiros no Brasil, levando em consideração suas principais questões concorrenciais, de plataformas e mercados de dois lados, tratando das questões teóricas, conceituais e aplicadas e, em particular, de analisar a aquisição de participação da XP Investimentos S.A. (“XP”) pelo Itaú Unibanco S.A. (“Itaú”), vanguardista no modelo de plataforma aberta de investimento, pelo CADE e pelo Banco Central. Para este último tópico, será também observada a forma foram tratadas as questões concorrenciais relativas a plataformas digitais e mercados de dois lados, a partir dos votos de relatores do CADE e de estudos do Banco Central.

Para o embasamento teórico, por sua vez, serão utilizadas referências bibliográficas em economia industrial, regulação e antitruste que tratam de modelos de negócios em plataformas e mercados de dois lados, e as que, especificamente, ora buscam detalhar a evolução do mercado em análise observada nos últimos anos, ora analisam particularmente casos de sucesso no mercado brasileiro. A decisão do CADE referente ao Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16 (“Ato de Concentração”), que aprovou com remédios a aquisição da XP será avaliada a partir dos documentos públicos.

Para cumprir todos os tópicos elencados acima, o trabalho será dividido em três capítulos, além da presente introdução e posterior conclusão da pesquisa. O primeiro capítulo irá abordar o mercado de dois lados, sua definição, funcionamento e particularidades. Posteriormente, serão abordados os conceitos de plataformas digitais e as questões concorrenciais que derivam de atos de concentração. O segundo capítulo irá explorar o mercado relevante, de distribuição de produtos de investimento, definindo como o mercado citado é caracterizado como de dois lados e como as plataformas digitais atuam nele, abordando também os mercados adjacentes. Posteriormente, serão caracterizados os lados existentes neste mercado e sua estrutura, os aspectos regulatórios que advém do cenário apresentado e as evoluções recentes. Além disso, serão tratadas as questões concorrenciais relativas a plataformas e mercados de dois lados, porém aplicadas ao mercado em questão. O terceiro capítulo irá apresentar o caso

da XP, contextualizando as empresas envolvidas na operação, o processo de definição do mercado relevante, os pontos principais do Ato de Concentração realizado em 2017, as análises realizadas pela Superintendência Geral do CADE e pelo BACEN quando da sua aprovação e quais os focos dos órgãos quando realizaram suas avaliações ao reconhecerem os lados do mercado e a XP como uma plataforma aberta.

CAPÍTULO I: O MERCADO DE DOIS LADOS, PLATAFORMAS DIGITAIS E QUESTÕES CONCORRENCIAIS

1.1 Mercado de dois lados

Dando sequência à apresentação do tema, faz-se necessário a definição do conceito de um mercado de dois lados. Conforme descrito por Evans (2003), um mercado de dois lados é caracterizado quando a comercialização do seu produto depende do interesse de dois ou mais grupos para que ele seja de valor para cada consumidor individualmente. Como exemplo, toma-se o fenômeno citado pelo próprio autor, em que empresas vendedoras de consoles eletrônicos (Sony, Nintendo e Microsoft) atuam tanto no lado da demanda, frente às empresas desenvolvedoras de jogos (EA Sports, Ubisoft), quanto no lado da oferta, oferecendo os jogos e seus consoles aos clientes finais.

Para que seja possível a constituição desta estrutura de mercado, devem-se suprir as condições apresentadas também em Evans (2003, p. 331). Para o autor, a primeira condição se refere à supracitada presença de dois ou mais grupos interessados em um produto. A segunda condição são externalidades que associam um grupo ao outro. Retornando ao exemplo anterior, quanto maior o número de jogos disponíveis (distribuídos pelas desenvolvedoras) para serem utilizados nas plataformas (no caso, os consoles), maior o interesse dos consumidores finais. Este movimento cíclico tornará mais atrativo aos consumidores os consoles com maior diversidade de jogos, que, por sua vez, irão incentivar desenvolvedoras a comercializarem seus jogos em consoles com muitos usuários. A terceira condição trata da existência de um intermediário conectando os dois grupos. Caso membros de cada grupo negociassem individualmente com o outro, as externalidades não seriam mais verificadas: a negociação seria direta entre os indivíduos específicos de grupos distintos, desfazendo a necessidade de um intermediário e, assim, o mercado de dois lados.

Outra característica ressaltada em Evans (2003) trata da questão de discriminação de preços. Para ele, mercados de dois lados, justamente por interagirem com mais de um grupo, podem praticar preços distintos entre tais grupos, não apenas para aumentar seus lucros e/ou para cobrir seus custos, mas também para atrair mais consumidores do outro lado do mercado. Em suas palavras:

Businesses in single-sided and multi-sided markets engage in price discrimination because it is possible to increase revenue by doing so and because, in the case of businesses with extensive scale economies, it may be the only way to cover fixed costs. A dating club may

charge men a higher price just because they have more inelastic demand and because it is easy to identify consumers on the basis of sex. But businesses in multi-sided markets have an additional reason: By charging one group a lower price the business can charge another group a higher price; and unless prices are low enough to attract enough of the former group, the business cannot obtain sales at all. A dating club has a reason to charge men a higher price if too many men show up compared to women at equal prices. (EVANS, 2003, p. 336-338)

Portanto, e utilizando o exemplo citado por Evans, um *dating club* – que opera um mercado de dois lados - poderia cobrar menos para ingressos femininos de forma a atrair mais consumidores deste público, incentivando assim não só a sua adesão, mas também a do público masculino, ainda que estes sejam tarifados com ingressos mais caros. Isto ocorre pois, assim como no exemplo anterior, em que jogadores e desenvolvedores são atraídos mutuamente para uma plataforma, uma maior quantidade de mulheres em um *dating club* atrai uma maior quantidade de homens.

Dessa forma, apesar do intermediário enfrentar uma dificuldade por ter de dialogar com dois grupos distintos, há a possibilidade de praticar preços específicos para cada grupo – uma vantagem em relação ao mercado de apenas um lado. Este mecanismo retratado no trecho anterior permite ao intermediário maior competição em ambos os lados do mercado, além de gerar ganhos absorvidos por ele mesmo em forma de lucro.

Para completar a definição feita por Evans, cabe mencionar também Rochet e Tirole (2006), que afirmam que apenas intermediar a relação entre dois grupos que possuem interesse em um mesmo produto não é restritiva o suficiente. Caso a análise parasse aí, teríamos a aparência de que “todo mercado pode ser um mercado de dois lados”, visto que intermediar as relações entre dois grupos não é incomum. Portanto, define-se também um mercado de dois lados como aquele em que o volume de transações entre os fornecedores iniciais e os consumidores finais depende integralmente da estrutura em que está ocorrendo a interação.

Adicionalmente, a predisposição em negociar em um mercado de dois lados depende da disposição de ambos os lados em auferir ganhos a partir destas possíveis interações. Como todos os mercados envolvem duas ou mais partes, todos são potenciais mercados de dois lados, de maneira que Rochet e Tirole (2006) dão sequência à sua definição constatando que o mercado de dois lados é restrito àquele em que a plataforma em que ocorre a interação afeta o volume das transações não apenas por mediar o encontro, mas também por taxar um dos lados do mercado, de forma a reduzir os custos (ou aumentar os lucros) do outro lado, incentivando,

a partir da estrutura de preços definida pelo intermediário, o lado beneficiado a se envolver na negociação.

1.2 Plataformas digitais

O conceito de plataforma digital é amplo e, apesar de possuir um vasto acervo literário que versa sobre sua definição e estrutura, não converge para um denominador comum, algo frequente ao tratarmos de temas mais atuais, como automação, digitalização e inovação tecnológica. O presente trabalho, portanto, utilizará das definições congruentes dentre a bibliografia utilizada.

De modo geral, plataformas digitais são vistas como intermediários que conectam dois ou mais grupos de usuários e se beneficiam de efeitos de rede diretos e indiretos – os quais serão explorados posteriormente. O relatório *Competition Policy for the Digital Era* (2019), da Comissão Europeia, aponta como as fortes externalidades de rede indiretas permitem a formação dos chamados mercados de dois lados, que conectam dois diferentes, mas bem-identificados grupos de usuários, conforme mencionado anteriormente. Uma plataforma como o Airbnb conecta donos de propriedades a indivíduos que tem interesse em alugar um imóvel. De imediato, percebemos que plataformas digitais tendem a ser um mercado de dois lados, dado que o benefício de um dos lados deriva da quantidade de participantes do outro.

Em seu estudo econômico sobre o mercado de plataformas digitais², o CADE vai ao encontro do relatório da Comissão Europeia, caracterizando plataformas digitais como um serviço digital que facilita as interações entre dois ou mais conjuntos distintos e interdependentes de usuários (empresas ou indivíduos) que interagem através da Internet, de maneira que a variedade de dados e efeitos de rede caracterizam as plataformas digitais. Este estudo econômico, entretanto, vai além, delineando algumas das características encontradas em plataformas digitais e que serão analisados na próxima seção, dentre as quais podemos citar: (i) efeitos de rede positivos diretos e indiretos; (ii) subsídios cruzados; (iii) baixo custo marginal; (iv) economia de escala e escopo; e (v) inovação disruptiva.

Por fim, o CADE define três modelos de negócios como os mais comuns na estrutura de uma plataforma digital. São eles: (i) modelo de assinatura, onde existem apenas duas partes,

² Disponível em <https://cdn.cade.gov.br/Portal/centrais-de-conteudo/publicacoes/estudos-economicos/cadernos-do-cade/plataformas-digitais.pdf>. Acessado em 26/10/2021, às 23h17.

sendo elas o fornecedor de serviço e o usuário, que paga uma assinatura para acessá-lo; (ii) modelo de publicidade, em que serviços oferecidos são pagos indiretamente por meio de publicidade e comercialização de anúncios que mirem o usuário; e (iii) modelo de acesso aberto, onde a plataforma funciona como um mercado conectando fornecedores a potenciais consumidores.

Portanto, para o presente trabalho o interesse será analisar plataformas digitais que operem um mercado de dois lados conforme definição apresentada na seção anterior. Nestes casos específicos, cada lado do mercado é um consumidor da plataforma, ao mesmo tempo em que é um produto, sendo vendido para o outro lado do mercado (COMISSÃO EUROPEIA, 2019). A Comissão Europeia chega à mesma conclusão que Rochet e Tirole (2016) ao afirmar que é natural que os operadores de plataformas digitais subsidiem um dos lados (e, conseqüentemente, onerem o outro) quando sua presença é crucial para que os negócios ocorram, como com plataformas do modelo de publicidade. No exemplo, intermediários costumam oferecer seus produtos ou serviços a custos baixíssimos, ou até mesmo de graça, de modo a atrair a maior quantidade possível de consumidores, que por sua vez constituirão o público-alvo dos anúncios. Quanto mais consumidores na plataforma, maior o interesse dos anunciantes em publicar e maior a taxa a ser cobrada pelo operador.

1.3 Questões concorrenciais em atos de concentração envolvendo plataformas e mercados de dois lados

Conforme exposto, as questões concorrências em plataformas digitais constituem um ponto crucial para o entendimento de sua estrutura e funcionalidade. De modo a abordar apenas as questões relevantes, este trabalho irá se reter a analisar as questões concorrenciais que se apresentem em plataformas digitais em um mercado de dois lados, as quais, conforme mencionado na seção imediatamente anterior, constituem o foco deste texto. Daremos enfoque para os seguintes temas: externalidades de rede diretas e indiretas, *multihoming*, definição de mercado relevante, economias de escala e de escopo, relações verticais ou de intermediação e barreiras à entrada.

Um dos principais efeitos encontrados em estruturas de plataformas digitais que operem um mercado de dois lados são as já mencionadas externalidades de rede, que, para alguns autores, constituem inclusive uma condição para que o mercado das plataformas seja considerado de dois lados. Como vimos, a externalidade de rede (por vezes denominado efeito

de rede) surge quando a utilidade de um produto ou plataforma aumenta à medida em que novos integrantes aderem a ela. É o que ocorre, por exemplo, em uma rede telefônica, onde observa-se um efeito de rede direto. Quanto mais integrantes na rede, mais disponibilidades de chamadas e conexões cada indivíduo passa a ter. Em um segundo momento, também foi abordado que, de acordo com Rochet e Tirole (2016) e Evans (2003), em mercados de múltiplos lados, ocorre o que a literatura econômica chama de externalidade indireta: um aumento do uso de um produto ou de rede aumenta a utilidade de um produto complementar ou de rede, o qual por sua vez pode aumentar a utilidade do original. Como exemplo, pode ser citado o efeito de rede cruzado do caso do iPhone. Ao ser lançado em 2007, o aparelho foi um sucesso de vendas e rodava em um sistema fechado, integrado à plataforma de aplicativos da Apple, que eram desenvolvidos apenas pela própria empresa e por poucos parceiros. Pouco após seu lançamento, a plataforma foi hackeada e aplicativos diversos começaram a ser produzidos. A empresa notou que estas novas criações adicionavam utilidade ao iPhone e passou a incentivar estes aplicativos, gerando ainda mais utilidade ao seu produto original (SAMPAIO; HATEM, 2013, p. 15).

Surge, portanto, uma questão concorrencial importante baseada na estrutura de precificação: a determinação dos níveis de preços na plataforma, para cada um de seus lados, é uma variável dependente do nível de externalidades que a plataforma provoca em cada um de seus grupos de consumidores (EVANS, 2003). Não obstante, há também a externalidade analisada sob o ponto de vista dos ofertantes dos produtos. Ao ser percebido um aumento no número de clientes demandando produtos em um dos lados da plataforma, sua atratividade aumenta, gerando uma motivação para novos fornecedores entrarem na plataforma, renovando o ciclo positivo. Por outro lado, ao utilizarmos este racional sob a ótica dos ofertantes, uma maior quantidade de fornecedores acaba por promover maior competição entre eles, afetando de maneira negativa a atratividade da plataforma. Apesar de inicialmente este fator não ser perceptível aos consumidores, no longo prazo esta maior competição pode acarretar custos mais baixos, gerando um novo benefício aos consumidores finais.

Outro fator concorrencial relevante a ser analisado é o ***multihoming***. De acordo com Rochet e Tirole (2016), o *multihoming* deriva da necessidade do usuário de um dos grupos da plataforma em colher os benefícios das externalidades indiretas em um ambiente de plataformas não conectadas. Ou seja, o usuário faz uso de mais de uma plataforma simultaneamente, ofertando o mesmo produto/serviço (ou buscando o mesmo produto/serviço, caso seja

consumidor) em diferentes ambientes, aumentando assim o escopo do seu alcance. Como exemplo, podemos citar desenvolvedores de jogos eletrônicos que tornam seus jogos compatíveis com mais de um console (os quais, conforme anteriormente mencionados, são plataformas e produtos ao mesmo tempo). O *multihoming* pode também ser praticado por ambos os lados, como no caso dos cartões de crédito. Lojistas costumam aceitar diversas bandeiras de cartões, ao ponto em que consumidores costumam ter mais de uma bandeira de cartão consigo.

Segundo Evans (2003), o *multihoming* interfere tanto na estrutura de preços quanto no nível dos preços de uma plataforma. Seguindo o raciocínio lógico, o nível de preços cobrado por uma plataforma é menor caso ao menos um lado pratique *multihoming*, visto que a existência de substitutos coloca pressão nas operadoras das plataformas para reduzir suas taxas e encorajar que os lados negociem em seu ambiente. Um vendedor que pratique o *multihoming* possui mais opções ao negociar com um comprador que também pratique o *multihoming* dentro da plataforma mais vantajosa para ambos. Caso o número de consumidores com esta funcionalidade aumente, o preço do produto tenderá a cair, pois eles terão mais facilidade de encontrar substitutos. Até mesmo quando o *multihoming* é observado em apenas um lado pode-se notar os benefícios, com o operador reduzindo as taxas cobradas no lado praticante, desencorajando-os a procurarem outras plataformas e viabilizando a competição no mercado como um todo.

Um artifício usado pelas plataformas para combater o *multihoming* é a exclusividade. Ao impor limitações para que os agentes de um dos lados transacionem por meio de outras plataformas, a migração para uma plataforma concorrente impõe a necessidade de abandonar a outra, caracterizando um custo de oportunidade ao renunciar à demanda que uma das plataformas oferta. Impedir o *multihoming*, portanto, configura uma barreira à entrada para possíveis novos competidores no mercado, pois estes não teriam à sua disposição ofertantes e/ou consumidores que poderia acessar facilmente a plataforma entrante caso praticassem livremente o *multihoming* (ROCHET; TIROLE, 2006, p. 659-660).

Delimitar o mercado relevante em que uma plataforma digital atua não constituiu apenas uma questão concorrencial importante, como é etapa crucial também para investigações antitrustes. Tal delimitação determina quais as empresas competidoras no mercado em análise e a extensão do poder de mercado de cada uma delas. Em todas as jurisdições, é necessário comprovar por definições legais poder de mercado antes de proceder com imposições antitruste

(GOLOVANOVA; RIBEIRO, 2021, p. 3). A definição de mercado relevante é tão importante que foi um dos pontos determinantes na decisão da Suprema Corte Americana em *Ohio v. American Express (AmEx)*, de 2018. Nela, a Corte determinou que plataformas que operam em mercados de múltiplos lados se diferenciam dos tradicionais mercados de apenas um lado em aspectos que são cruciais para a análise concorrencial e, portanto, as investigações devem levar em consideração todos os lados da plataforma em que a empresa sob investigação atua, não focando apenas no lado com potencial litígio concorrencial.

O processo de definição de mercado relevante foi amplamente abordado por Golovanova e Ribeiro (2021), que, além de abordarem o marco do caso AmEx e o racional utilizado pela Corte Americana, afirmaram que a classificação das plataformas possui um papel central na delimitação do mercado relevante. Para os autores, uma das características marcantes de mercados de dois lados é a exploração de externalidades de redes indiretas. Em plataformas atuantes em mercados de dois lados, a operadora pode cobrar taxas e controlar os preços de ambos os lados, diferentemente de uma simples intermediária. Os mercados relevantes das plataformas, portanto, são baseados nas externalidades de redes indiretas fortes o suficiente, que devem ser consideradas quando da definição do mercado.

Adicionalmente, os autores providenciam um contexto teórico importante no processo de definição de mercado relevante em mercados de dois lados. De acordo com os autores:

[...] when customers on one side of the platform are business themselves, competition analysis on mergers or business practices among these firms do not imply that the relevant market they are at should be considered two-sided. The two-sided analysis for relevant markets makes sense when looking at the platform level. If businesses that use a marketplace to sell their goods engage in a cartel with no role of the marketplace itself, the relevant market analysis would be a standard one-sided analysis on those businesses (GOLOVANOVA; RIBEIRO, 2021, p. 4).

Tem-se, portanto, que a análise enquanto um mercado de dois lados para definição do mercado relevante apenas faz sentido sob a ótica da plataforma.

Dando sequência às questões concorrenciais, passa-se para a definição de **economias de escala e escopo**. Por definição, economias de escala são os ganhos observados na redução do custo médio de produção que empresas verificam ao produzirem em grandes quantidades um mesmo produto. Em plataformas digitais, verifica-se economia de escala em massa, devido ao número desproporcional de consumidores atendidos em relação ao custo de produção de

serviços digitais. Ao analisarmos os serviços prestados pelas plataformas, verifica-se que estes são basicamente a constituição de um local de negociação, manutenção do sistema e eventuais atendimentos aos clientes. São, portanto, custos majoritariamente tecnológicos e que, com a constante melhora na tecnologia disponível, tornam-se mais baratos ao longo do tempo. Tem-se, então, que a digitalização exacerbou os ganhos de economia de escala devido às condições tecnológicas presentes e, quanto maior a plataforma, maior os ganhos (COMISSÃO EUROPEIA, 2019, p. 22)

De maneira complementar, temos as economias de escopo, que, por definição é o barateamento da produção de dois ou mais itens em simultâneo. Isso acontece ao produzi-los sob a mesma condição operacional. Assim, obtém-se um custo final mais baixo do que o gasto por quem os produz separadamente. Economias de escopo favorecem fortemente o desenvolvimento de ecossistemas digitais como os apresentados neste trabalho. Ao oferecer um serviço, plataformas se tornam mais eficientes em oferecer serviços similares (COMISSÃO EUROPEIA, 2019, p. 33).

Isto ocorre por um fator diferencial em mercados digitais: o uso de dados dos consumidores. A relevância dos dados e o voluptuoso debate acerca dele estão, assim como mercados digitais, em relevância na bibliografia atual. Para o presente trabalho, adotaremos apenas a definição da Comissão Europeia (2019), de que dados são informações dos consumidores que as empresas obtém ao prestarem serviços e que a evolução tecnológica permitiu que tais empresas colem, armazenem e usem largas amostragens de dados para seu benefício próprio, como criar produtos inovadores e específicos para clientes com base nos dados obtidos.

E é com este entendimento que se conclui que, ao prestar um serviço para o consumidor, plataformas digitais se tornam mais eficientes em outros serviços similares, diversificando os seus produtos sem um aumento relevante nos custos e aumentando sua base de consumidores.

Outra questão concorrencial relevante é a existência de **relações verticais ou de intermediação** nas plataformas, e a possibilidade de detenção de recursos essenciais para a atuação de empresas nos lados envolvidos e a possibilidade de **fechamento de mercado ou de criação de elevação de barreira à entrada ou elevação de custo de rivais**.

As relações verticais ocorrem, dentre outros motivos, quando as plataformas buscam acordos de exclusividade com seus fornecedores. Apesar de não serem coligadas, fica caracterizada uma integração vertical, dado que a mercadoria agora é produzida e distribuída por empresas em alinhamento exclusivo. Estes acordos serem pró ou anticompetitivos e/ou danosos aos consumidores é foco de debate. Por um lado, contratos de exclusividade aumentam barreiras à entrada e tornam o mercado menos competitivo, seja por impedirem o *multihoming* e conseqüentemente diminuírem a concorrência, seja por fortalecerem o portfólio de uma empresa específica em detrimento das demais e de potenciais entrantes.

Este método de exercer poder de mercado derivado da atuação da empresa em mercados relacionados por meio de intermediação, de forma a criar uma vantagem competitiva no mercado em análise, é denominado de auto preferência (COMISSÃO EUROPEIA, 2019, p. 7). Esta técnica, portanto, se baseia em promover tratamento preferencial aos produtos próprios ou exclusivos da plataforma, em detrimento aos produtos de outros fornecedores. Praticar a auto preferência não é abusivo *per se*, mas deve ser observado pelas agências reguladoras devido ao seu potencial abusivo e com capacidade de limitar as escolhas dos consumidores ao impedi-los de terem acesso ao conteúdo – agora exclusivo – em plataformas concorrentes. Por outro lado, acordos de exclusividade podem gerar benefícios, ao incentivar investimentos (LEE, 2013, p. 2961). Entender como atacar este trade-off é crucial para o monitoramento da competitividade e regulação do mercado.

Nesse sentido, a última questão concorrencial a ser analisada nesta seção são as **barreiras à entrada**. De acordo com o Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal do CADE (“Guia do CADE” ou “Guia”), barreiras à entrada podem ser definidas como qualquer fator em um mercado que coloque um potencial competidor em desvantagem com relação aos agentes econômicos estabelecidos (Guia do CADE, 2016, p. 27). Quanto maiores as barreiras à entrada em um mercado, mais elevados são os custos financeiros e de tempo necessários que um potencial entrante deve despende para que o capital inicial investido seja adequadamente remunerado. Portanto, quanto maior as barreiras, menor é a probabilidade de novas empresas entrarem no mercado definido.

Barreiras à entrada compõem uma questão concorrencial comum e que não é exclusiva de mercados de dois lados e/ou de plataformas digitais. Entretanto, seu entendimento é crucial para Atos de Concentração, como o que será analisado futuramente, e para definições relevantes a este trabalho, como delimitações de mercados relevantes.

Portanto, e ainda de acordo com o Guia do CADE (2016), 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. Dentre as barreiras mais convencionais, destacam-se: (i) barreiras legais ou regulatórias; (ii) custos irrecuperáveis; (iii) economias de escala ou escopo; (iv) fidelidade dos consumidores; (v) ameaça de reação dos competidores instalados; e (vi) recursos de propriedade exclusiva das empresas instaladas.

CAPÍTULO II: O MERCADO DE DISTRIBUIÇÃO DE PRODUTOS FINANCEIROS: CARACTERIZAÇÃO, EVOLUÇÃO E ASPECTOS REGULATÓRIOS E CONCORRENCIAIS

Com base no exposto sobre mercados de dois lados e plataformas digitais, pode-se avançar com a definição do mercado de distribuição de produtos financeiros. Para isto, o presente capítulo irá explicar a constituição do mercado de distribuição de produtos financeiros, explicitando a atuação no mercado das plataformas digitais e sua caracterização como um mercado de dois lados. Serão ainda abordados os aspectos regulatórios que contribuiram para a formação e evolução do mercado e as mudanças estruturais recentes pelas quais ele vem passando. De maneira complementar, ao final serão discutidas as questões concorrenciais dentro do mercado de distribuição de produtos de investimentos

2.1 O mercado de distribuição de produtos financeiros como plataformas digitais e mercado de dois lados

Dentro do contexto do mercado financeiro, a distribuição dos produtos nunca constituiu um mercado expressivo, de maneira que esta atividade era feita por instituições que não a tinham como principal escopo de atuação. Contudo, a inovação tecnológica, alinhada com as contribuições de práticas disruptivas advindas de novos *players*, fizeram com que o mercado se tornasse mais relevante, inclusive, ao ponto de se transformar em uma grande fonte de renda destas instituições e gerar parte expressiva do faturamento dos *players* entrantes.

O mercado de distribuição de produtos de investimento conecta ofertantes e demandantes de produtos financeiros em um ambiente de negociações. Tais produtos podem

ser títulos públicos ou privados, fundos de investimento, planos de previdência, entre outros. É importante ressaltar que estes tipos de ativos funcionam de forma semelhante, sendo diferenciados pelos consumidores finais no preço e/ou taxa praticada e na relação risco x retorno inerente a cada agente ofertante.

Figura 1 – Estrutura do mercado de distribuição de produtos financeiros



Fonte: elaboração própria

Conforme a Figura 1, as operadoras das plataformas (as quais denomina-se, neste trabalho, de corretoras³) distribuem os produtos financeiros das ofertantes em sua plataforma e em contrapartida retém o *spread*. Por exemplo, caso tenhamos a emissão de um CDB por um banco que remunere a 160% do CDI, a corretora irá distribuí-lo a apenas 150% do CDI para os consumidores, ficando com um % da rentabilidade. Após a compra do CDB pelo consumidor, a corretora irá repassar o volume financeiro referente ao preço do ativo para o ofertante⁴.

Diversas operadoras de plataformas experimentaram um crescimento exponencial em sua atuação no mercado de distribuição de produtos de investimento pois houve uma migração dos canais tradicionais de distribuição (como agência bancária) para distribuição online. Esta se intensificou ainda mais a partir da inovação organizacional com a utilização de Agentes Autônomos de Investimentos (“AAI”). Os AAIs atuam como escritórios parceiros das corretoras, atuando na prospecção e captação de clientes e na prestação de informações a respeito dos produtos ofertados, assessorando financeiramente o cliente. Logo, ao incorporar um AAI em sua estrutura organizacional, uma plataforma está expandindo seus métodos de captação de novos clientes ao integrar esta base de consumidores já existentes da AAI ao seu negócio. Por conta deste alinhamento estratégico, corretora e AAI costumam ofertar os mesmos

³ De acordo com o Banco Central, as corretoras de títulos e valores mobiliários (CTVM) e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários (DTVM) atuam nos mercados financeiro e de capitais e no mercado cambial. Com a Decisão Conjunta 17/2009, eliminou-se a principal diferença entre as corretoras e as distribuidoras de títulos e valores mobiliários, que hoje podem realizar praticamente as mesmas operações. Disponível em <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/corretoradistribuidora>. Acesso em 08/11/2021, às 18h04.

⁴ Importante mencionar que este exemplo se refere majoritariamente a títulos de renda fixa, de forma que as corretoras possuem outros métodos de auferir lucros, como recebimento de repasse de taxa de gestão/administração de fundos.

produtos, utilizam a mesma estratégia educacional e usufruem da mesma infraestrutura tecnológica inovadora. Com isto, as corretoras e suas plataformas conseguem adquirir maior capilaridade, acessando uma base de consumidores até então esquecida pelo mercado nas mais diversas regiões do território nacional.

A CVM, com base na Instrução 497, de junho de 2011⁵, determina que os AAI's mantenham relação de exclusividade com a corretora que faz a intermediação de compra de ações e ativos de renda fixa. Contudo, tal exclusividade não é exigida para a atividade de distribuição de fundos de investimento, que constitui parte relevante da atuação das plataformas de distribuição. Cabe mencionar, portanto, que apesar de constituir um agente relevante, os AAI's constituem um novo lado no mercado apenas na distribuição de fundos de investimentos, dado que, conforme instrução da CVM, para a negociação de ações e ativos de renda fixa eles desempenham a função de distribuidor em conjunto com as corretoras. Utilizando a Figura 1 como exemplo, portanto, os AAI's seriam inseridos na mesma caixa das corretoras, sem alterar as relações e dinâmicas entre os lados do mercado.

Entretanto, ao tratarmos da distribuição de fundos de investimentos, os AAI's não apenas compõem um novo lado do mercado, como também um caso de *multihoming*, posto que os agentes autônomos possuem liberdade para negociar com diversas corretoras e vice-versa. Logo, assim como nas relações entre os lados já mencionados no mercado de distribuição de produtos, este deve ser protegido por representar um ganho concorrencial.

De acordo com o Estudo Especial nº 47 do Banco Central, evidências sugerem que os clientes tendem a concentrar seu consumo de produtos financeiros (bancários ou não) em um só ofertante, principalmente no caso de pessoas físicas, caracterizando uma barreira à entrada. Esta barreira, advinda da economia de escopo no consumo, foi quebrada justamente pelas inovações de oferta no segmento de mercado da distribuição de produtos financeiros como fundos e títulos públicos (Estudo Especial nº 47, BACEN, 2019, p. 5).

Tendo definido o mercado, surge a necessidade de caracterizar agora os lados participantes da negociação. Conforme já mencionado anteriormente, o mercado de dois lados de distribuição de produtos financeiros possui os fornecedores dos produtos de investimento,

⁵ Disponível em

<http://conteudo.cvm.gov.br/export/sites/cvm/legislacao/instrucoes/anexos/400/inst497consolid.pdf>.

Acessado em 13/12/2021, às 21h08.

onde ocorre a negociação, as corretoras e os consumidores finais. É importante notar que, sob a ótica dos fornecedores, a corretora e sua plataforma também são consumidores e, pela ótica dos consumidores finais, o operador da plataforma que se caracteriza como fornecedor, por ser ele com quem os consumidores têm contato e quem efetivamente vende os produtos.

Iniciando a análise pelo lado dos ofertantes, temos que estes são, em sua maioria, bancos de pequeno e médio porte, *assets* independentes e empresas emissoras de títulos privados. Percebe-se que o advento deste novo modelo de negociação, apesar de possibilitar novos canais de distribuição, gera uma maior competitividade entre os ofertantes, dado que agora uma gama de fornecedores compete abertamente entre si, caracterizando uma concorrência na plataforma. Para o mercado relevante, há de se comentar que os produtos ofertados pelos fornecedores, apesar de distintos entre si, são substitutos, de modo que há competição entre um fornecedor de fundos de investimento e um fornecedor de renda fixa, por exemplo. Pela ótica do consumidor final, o qual é considerado racional, o que interessa é a rentabilidade vis-à-vis o risco de cada produto financeiro. Dessa forma, há um aumento significativo na competição entre os fornecedores, o que tende a gerar um ganho ao consumidor, que, além de agora possuir um cardápio variado, pode colher também os frutos de um mercado competitivo, como taxas menores e rendimentos aprimorados.

Com o entendimento dos fornecedores, passa-se para a análise das corretoras, a peça motora do mercado relevante. Tal qual com os fornecedores, percebe-se que as corretoras competem não apenas entre si, mas também com as instituições financeiras tradicionais, as quais operam em plataformas fechadas. E, em se tratando de um mercado de distribuição de produtos financeiros, é aqui que se encontra a maior pressão concorrencial, dado que são efetivamente as corretoras que trazem inovações e modernizam os modelos de negociação na distribuição.

Faz-se necessário neste momento o entendimento do conceito de uma plataforma aberta de investimentos. Conforme exposto anteriormente neste trabalho, a definição a ser utilizada de plataforma digital é aquela em que um ambiente digital conecta dois ou mais grupos que possuem interesse em comercializar um determinado bem ou serviço. Tradicionalmente, sempre foi considerado que a produção e a comercialização de produtos de investimento compunham o mesmo mercado, ambos com fornecedor e consumidor, apenas. Isto ocorre pois os ofertantes de tais produtos, no varejo, sempre foram aqueles que de fato realizavam sua distribuição: as instituições financeiras do sistema bancário (Estudo Especial nº 47, BACEN,

2019, p. 2). Esta é a estrutura vigente há décadas no sistema brasileiro, caracterizado por plataformas “fechadas”, em que apenas produtos desenvolvidos internamente são ofertados no canal do operador. Ou seja, um consumidor que deseja investir em um fundo do Banco A deve fazê-lo pela plataforma deste banco. Outro que pretende comprar um CDB emitido pelo Banco B apenas pode comprá-lo pela sua plataforma.

Por outro lado, plataformas abertas de investimentos são um modelo de plataforma digital mais recentes, caracterizadas por operarem em um mercado dois lados, aproximando e intermediando, de um dos lados, ofertantes e, do outro, os consumidores finais.

É possível notar que há efeitos de rede indiretos para ambos os lados da plataforma de distribuição de produtos de investimentos. Pode-se, entretanto, questionar se tais efeitos são equivalentes. Para os consumidores, quanto maior o número de ofertantes de produtos, maiores as externalidades, por dois motivos: (i) há um efeito sortimento, e quanto maior o número de ofertantes na plataforma, maior a variedade de produtos disponível; e (ii) quanto maior o número de ofertantes, presume-se uma maior concorrência entre eles, o que tende a gerar melhores condições para os consumidores. Do outro lado do mercado, sob a ótica dos ofertantes, há também externalidades indiretas, mas também diretas. Quanto maior a quantidade de clientes do outro lado do mercado, demandando produtos, maior é a atratividade daquela plataforma. Por outro lado, a quantidade de ofertantes na plataforma pode impactar negativamente sua atratividade, por promover maior competição dentro da plataforma. Entretanto, tal efeito não é percebido pelo consumidor.

O potencial de impacto destes efeitos deve ser levado em consideração na análise competitiva, já que a capacidade de competição de um agente em relação a outro pode depender, por exemplo, do portfólio de produtos ofertados pela plataforma. Quanto maior for esse portfólio, maior atratividade da plataforma em relação ao consumidor. É válido notar que essa interdependência recíproca pode gerar um círculo positivo, em que um portfólio mais amplo atrai mais consumidores, o que, por sua vez, atrai ainda mais ofertantes, incrementando o portfólio da plataforma e reiniciando o ciclo. Finalmente, cabe a menção de que uma plataforma com um portfólio de produtos diverso e já estruturado aumenta as barreiras à entrada no mercado.

Outro ponto relevante trata de uma questão concorrencial abordada anteriormente, o *multihoming*. Neste caso, ele ocorre quando os fornecedores negociam seus produtos com mais

de uma corretora, acessando assim plataformas distintas e expandindo sua base potencial de clientes. No mercado de distribuição de produtos de investimentos, o *multihoming* ocorre primordialmente do lado dos ofertantes, mas pode ocorrer também do lado dos consumidores, que possuem a opção de acessar mais de uma plataforma por vez. O *multihoming* no mercado relevante é essencial para o exercício da concorrência, tanto pelo lado dos ofertantes quando pelo lado das corretoras. Isto ocorre pois ele amplifica as externalidades indiretas mencionadas anteriormente, como efeito sortimento e competição entre ofertantes, ao aumentar de maneira relevante o número de fornecedores na plataforma. Ao possibilitar que todos os ofertantes negociem em todas as plataformas, a concorrência se torna irrestrita.

Usualmente, consumidores de um lado relutam em migrar de plataforma, seja por preferências já estabelecidas àquela interface ou à corretora. Este movimento, portanto, ocorreria apenas caso fornecedores do outro lado também promovam a migração, uma decorrência direta dos efeitos de rede inerentes aos mercados de múltiplos lados. Obviamente, quanto maior for a possibilidade de *multihoming* nos dois lados da plataforma, menor é o custo de oportunidade de se aderir a uma nova plataforma, pois os portfólios e os ofertantes tendem a ser mais similares.

Como exemplo, podemos citar novamente o caso *Ohio v. American Express (AmEx)*, de 2018, em que a Suprema Corte Americana concluiu que a AmEx não violou nenhuma lei antitruste americana ao impor políticas que penalizavam comerciantes que utilizavam outras máquinas de cartão que não as suas (GINSBURG; WONG-ERVIN, 2020, p. 2). Pelo argumento acatado pela maioria, o *Department of Justice* não conseguiu provar algo fundamental para uma lei antitruste americana entrar em vigor: o dano ao consumidor. Afinal, ao não utilizar a máquina de cartão da AmEx, era o comerciante penalizado, não o consumidor. Entretanto, pode-se argumentar que danos ao comerciante, a longo prazo, podem acabar se tornando danos ao consumidor e ao mercado como um todo, de maneira que a prática da AmEx deveria ser penalizada do princípio.

No mercado de distribuição de produtos de investimentos, a possibilidade do *multihoming* ocorrer em ambos os lados, haja vista que tanto os ofertantes quando os consumidores finais tendem a utilizar mais de uma plataforma para realizar negociações, é um aspecto concorrencial notável. De acordo com Evans (2003), no lado do mercado em que há a ocorrência de *multihoming* tende a ter um nível de preços menor, dado que a existência de produtos substitutos exerce uma pressão forte sobre as corretoras para baixarem suas taxas.

Desta forma, tanto os ofertantes quanto os consumidores exercem pressão nas corretoras ao negociar em diversas plataformas.

É por conta deste efeito, inerente ao mercado de dois lados na plataforma aberta, que algumas corretoras passaram a utilizar de táticas como cláusulas de exclusividade ao distribuir certos produtos. Ao fazer isso, ela adquire apenas para si uma cesta de produtos de um determinado fornecedor, tirando dele a possibilidade de *multihoming*, onerando consumidores de outras plataformas e exercendo pressão sobre seus clientes, que agora possuem uma barreira para um movimento de mudança.

O mesmo racional utilizado para justificar a existência de competição presente entre os fornecedores na plataforma aberta pode ser utilizado para demonstrar que estes fornecedores exercem pressão competitiva sobre as plataformas fechadas (neste caso, tal pressão é exercida juntamente das corretoras).

2.2 Aspectos regulatórios, evolução recente e estrutura do mercado

Um dos principais motivos que levaram as plataformas abertas a proliferarem e assumirem uma posição de ameaça real e crescente ao sistema vigente se dá ao fato de serem exclusivamente plataformas digitais, com baixos custos, rapidez e facilidade para cadastro e negociação, além de possibilidade de atuar inteiramente online. As plataformas fechadas, como supracitado, são corretoras ligadas a bancos tradicionais e, apesar de em tese atuarem como plataformas digitais, possuem uma estrutura arcaica por trás. Redes bancárias físicas, produtos financeiros antigos e com rentabilidades usualmente não tão atrativas criaram uma demanda reprimida por produtos diferentes e com rentabilidades aprimoradas, que vai sendo, pouco a pouco, preenchido pelas plataformas abertas.

Adicionalmente, mudanças no arcabouço regulatório vigente no país criaram um ambiente favorável à inovação trazida pelas plataformas abertas. Por meio da Resolução 4.222, de 2013, o Banco Central ampliou a cobertura ordinária máxima do Fundo Garantidor de Créditos (FGC) de R\$70.000,00 para R\$250.000,00 por investidor por instituição, potencializando uma alteração no modelo de negócios das corretoras, tornando mais atrativa a intermediação de títulos de renda fixa emitidos por integrantes do sistema financeiro garantidos pelo FGC nas plataformas de investimentos das corretoras. Tal movimento foi ao encontro da estratégia que as corretoras passaram a adotar ainda em 2000, ao adaptarem seus modelos de

negócios com o lançamento de plataformas de investimentos na internet, passando a oferecer, além de ações, diferentes tipos de instrumentos financeiros (Estudo Especial nº 46, BACEN, 2019, p. 1).

Tem-se, portanto, ainda que tímida, uma tendência de migração dos investimentos da estrutura tradicional de investimentos no Brasil para as plataformas abertas, a qual foi cunhada de “desbancarização”. Tal movimento ganhou força a partir da década de 2010, capitaneada pelo caso da XP, o qual será abordado mais à frente. Conforme Daniel Maeda, superintendente da CVM, durante o 9º Congresso ANBIMA de Fundos de Investimento realizado em 2017: “A plataforma aberta na indústria de fundos é uma tendência irreversível, e as instituições que lutarem contra ela vão perder espaço no mercado”⁶. Isto se comprova a partir da verificação das seguintes inovações tecnológicas e operacionais advindas da entrada das plataformas no mercado: (i) avanço das plataformas digitais, reduzindo o custo para alcançar consumidores novos e/ou já existentes e eliminando a necessidade de uma rede física de atendimento, reduzindo também os custos envolvidos na operação e barreiras à entrada; (ii) o já mencionado aumento do limite Fundo Garantidor de Crédito (“FGC”), de R\$ 70 mil para R\$ 250 mil, promovendo maior segurança ao investidor de pequeno e médio porte; (iii) cadastro digital, permitindo aos investidores acessarem as plataformas com facilidade e rapidez; e (iv) aumento da negociação no Tesouro Direto, que passou a ser comercializado, sem taxas, por um número maior de corretoras, forçando os bancos tradicionais a reduzirem ou extinguirem as taxas praticadas (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 7).

Neste contexto, o cenário aponta para um potencial revolução na maneira como o investidor médio brasileiro atua. Os bancos tradicionais ainda concentram cerca de 95% dos ativos de investimento do segmento de varejo no Brasil. Nos Estados Unidos, os bancos detêm apenas 13% desses investimentos — os canais independentes representam 87%, uma situação quase que inversa⁷. Há, portanto, um enorme espaço para crescimento do mercado, com as plataformas abertas aumento cada vez mais sua presença e *market share* em relação aos bancos tradicionais.

⁶ Disponível em https://www.anbima.com.br/en_us/pt_br/noticias/avanco-da-plataforma-aberta-e-irreversivel.htm. Acessado em 09/12/2021, às 18h37.

⁷ Disponível em <https://eesp.fgv.br/noticia/xp-aponta-o-caminho-para-corretoras>. Acessado em 08/12/2021, às 14h46.

Parte da estratégia das plataformas para adentrar cada vez mais este mercado está voltada para a educação financeira do consumidor. Em pesquisa realizada em 2016 pela S&P Global Financial Literacy Survey, o Brasil ficou apenas na 67ª posição dentre 143 países analisados, com apenas 35% dos brasileiros sendo considerados alfabetizados financeiramente. Pode ser feita a relação, portanto, deste ser um dos motivos pelos quais, antes da citada “desbancarização”, bancos ainda cobravam taxas para investimentos em tesouros diretos, dentre outras cobranças incompatíveis por produtos financeiros básicos. As plataformas enxergaram, portanto, a necessidade de primeiramente educar aqueles que viriam a ser seus consumidores, de forma que estes consigam perceber o cenário em que estão inseridos para, a partir disto, tomarem decisões conscientes e escolherem os melhores investimentos para si. Assim como o movimento de entrada das plataformas abertas, esta estratégia foi uma inovação da XP, ao produzir e distribuir cursos de finanças pessoais e uma extensa rede de agentes autônomos que aconselham sobre a melhor forma de investir os recursos pessoais (SILVA; ASSIS E OLIVEIRA, 2020, p. 7)

Contudo, cabe mencionar que já está em andamento um processo de modernização das corretoras de plataforma fechadas. Como exemplo, a Itaú Corretora, ligada ao Banco Itaú, maior banco brasileiro, já oferta em seu canal CDBs de terceiros. Adicionalmente, há uma clara tendência de simplificação e inovação nos canais de comunicação, atendimento e negociação destas corretoras fechadas, com foco em ambientes virtuais, alinhando-se às práticas mais recentes de mercado.

Em análise feita pela Superintendência Geral do CADE, conforme a Tabela 1 abaixo, as plataformas abertas distribuem muitos dos produtos também ofertados pelas plataformas fechadas, as quais, há de se lembrar, possuem uma única instituição financeira controlando tanto a produção quanto a distribuição.

Tabela 1 – Serviços ofertados pelas plataformas abertas

Corretora/produto ofertado	Fundos	Produtos bancários	Privados não bancários	Previdência	Tesouro direto	Ações ¹³
XP ¹⁴	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: Superintendência Geral do CADE (2017)

Logo, fica evidente que os ofertantes possuem tanto uma competição dentro da plataforma quanto fora dela. Considerando não existir restrições de mudanças de plataforma aos consumidores, uma queda perceptível na qualidade dos serviços (leia-se, diversidade de produtos e rendimentos destes) é capaz de gerar um movimento de mudança de plataforma, seja ela para outra plataforma aberta ou até mesmo fechada.

Ademais, por estar se tratando de um mercado inovador e recente, há um crescente número de plataformas abertas surgindo e, conforme a Tabela 1 apresentada anteriormente, estas ainda apresentam divergências significativas no seu portfólio de produtos. Isso ocorre não por desinteresse ou incapacidade das corretoras, mas pela incipiência do mercado. De qualquer forma, o cenário brasileiro já se mostra consolidado, com o *market share* ainda dominado pelas instituições financeiras tradicionais, por meio de suas corretoras próprias atuando como plataformas fechadas. De acordo com dados coletados pela Superintendência Geral do CADE quando da análise do Ato de Concentração, em 2017, o mercado era dividido da seguinte maneira:

Tabela 2 – Divisão do mercado de distribuição de produtos financeiros (2017)

Distribuidor	Volume (R\$ milhões)	Market share (%)
Itaú		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: Superintendência Geral do CADE (2017)

Portanto, temos que entre 50 e 95% do *market share* é dividido pelos 5 maiores bancos atuantes em território nacional. Para o nicho específico das plataformas abertas, a divisão ocorre da seguinte maneira:

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

Distribuidor	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
Ativa		0-10
Órama		0-10
BTG Digital		0-10
Spinelli		0-10
Total	140.870	100%

Fonte: Superintendência Geral do CADE (2017)

Neste nicho específico percebe-se um mercado mais fragmentado, mas que possui claramente um líder, a XP, em 2017. Os motivos que levaram a XP a assumir esta posição de destaque e sua forma de operação serão analisadas mais à frente.

Tem-se, então, que os diferenciais trazidos pelas corretoras têm causado uma disruptura no mercado, provocando a competição não só entre essas plataformas e os bancos tradicionais, mas dentro das próprias plataformas, entre os diversos emissores e gestores de

produtos. Como exemplo pode ser citado o fato de que hoje é prática dominante a possibilidade de realizar investimentos no Tesouro Direto sem o pagamento de taxa, algo que na década anterior era inviável. Esta redução de custos, com melhora direta ao consumidor final, foi possível em parte graças à pressão exercida pelas operadoras, que zeraram o custo ao investidor.

CAPÍTULO III: ANÁLISE DO CASO XP: PLATAFORMAS DE INVESTIMENTO, MERCADOS DE DOIS LADOS E QUESTÕES CONCORRENCIAIS, SEGUNDO CADE E BACEN

Após revisão dos conceitos teóricos necessários para o trabalho, é necessário analisar um caso prático. Para tal, será abordado o caso da XP, em que é possível verificar a disrupção causada no mercado de distribuição de produtos de investimentos pelas plataformas, culminando no acordo com opção de compra de participação acionária pelo Itaú, maior banco da América Latina no momento da operação. Antecipando um dos pontos a serem abordados no capítulo, cabe mencionar que o exercício da opção de compra acabou não ocorrendo. O presente capítulo irá também contextualizar as requerentes do processo e os pontos principais do Ato de Concentração realizado em 2017, considerando como foram tratadas as questões concorrenciais relativas a plataformas digitais e mercados de dois lados elencadas acima na visão dos votos e pareceres do CADE e do BACEN.

3.1 As empresas, histórico de atuação e estratégias

Inicialmente, deve-se retomar a trajetória da empresa, suas estratégias de crescimento bem-sucedidas, sua caracterização como *first mover* e *maverick* no mercado relevante e sua posição no mercado imediatamente antes da compra pelo Itaú. Desde sua fundação em 2001, a XP se posicionou de maneira inovadora, pois adentrou um mercado em que o conhecimento necessário para realizar investimentos era dominado por uma pequena parcela com alto poder aquisitivo, de forma que seu principal objetivo sempre foi garantir o acesso da população a estes mesmos meios de investimento. Dessa forma, a primeira estratégia inovadora utilizada pela XP foi de educar este público até então leigo, vendendo cursos de investimentos, criando seu próprio mercado consumidor e gerando demanda para seus produtos (SILVA; ASSIS E OLIVEIRA, 2020, p. 2).

Este modelo de crescimento através da estratégia educacional compôs, junto da utilização de AAI, os principais pilares do modelo de negócios da XP. Conforme mencionado anteriormente, os AAI permitem às corretoras uma ampliação do seu alcance e a obtenção imediata de uma nova base de consumidores. Esta modalidade impulsionou as corretoras a rivalizarem sua presença em mercados mais remotos que anteriormente apenas os bancos tradicionais e já estabelecidos possuíam, seja por redes de agências físicas, ou pelo nome da marca. A estratégia de utilização de AAI foi utilizada massivamente e de maneira diferenciada pela XP, não apenas como uma possibilidade de negócio, mas como um dos motores do crescimento da empresa. (SILVA; ASSIS E OLIVEIRA, 2020, p. 7).

Segundo a XP, em 2017 no Brasil existiam cerca de 5 mil AAI, dos quais 1970 estão vinculados à própria XP. Estes agentes foram responsáveis pela captação de aproximadamente 61% dos recursos totais aplicados via plataforma XP no primeiro trimestre de 2017. Em 2016, por exemplo, esse percentual foi superior a 70%, o que indica a relevância desses profissionais para a atividade (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 89).

Desta forma, ao inserir no mercado movimentos estratégicos inovadores como estes, a XP se posicionou como *first mover* do mercado relevante ao lançar a primeira e ainda hoje a principal plataforma aberta de distribuição de produtos financeiros no Brasil. Com isso, ela atrelou a si as vantagens desta posição, que compõem aspectos relevantes na literatura econômica, ainda mais se tratando de um mercado digital. Conforme Shapiro e Varian (2000):

In the networked economy the collective switching costs of all the users in the same network are the exponential of the sum of individual switching costs. Thus, once the network is built and starts to grow, it will grow in a nonlinear manner. Positive feedback magnifies the overall market magnitude; thus, the strong gets stronger-and the winner eventually takes all. Size and first mover advantages, thus, become extremely important for companies competing for the same types of customers.

Outra característica que se tornou inerente à XP devido ao contexto de sua ascensão é o de uma *maverick firm*. De acordo com o Guia do CADE (2016), empresas *mavericks* são aquelas que apresentam um nível de rivalidade disruptivo, com baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços do mercado para baixo ou que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam (Guia do CADE, 2016, p. 51). Isto é, ela possui maiores incentivos a desviar de condições de coordenação do que a maioria dos seus rivais, sugerindo que a presença de um agente com essas características afetaria, especialmente, as condições de coordenação entre concorrentes, mais do que eventuais efeitos unilaterais. Neste sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os

preços das empresas com maior *market share*. Uma empresa *maverick*, portanto, pode ser uma força disruptiva observável, que lidera movimentos de guerra de preços, mas também pode se caracterizar como alguém que se recusa a elevar os preços – ou adotar qualquer outra estratégia de paralelismo – em sequência a um movimento de seus rivais (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 30).

O Parecer Técnico nº 24 da Superintendência Geral do CADE (“Parecer da SG”) afirmou que “o papel exercido pela XP no mercado brasileiro é bastante óbvio, no sentido de que a empresa exerce a função de *maverick* nos mercados de corretagem e de distribuição de produtos de investimento.” (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 35).

Do outro lado da negociação tem-se o Banco Itaú, então o maior banco brasileiro e da América Latina, parte do Grupo Itaú Unibanco, que, ao longo de sua existência, realizou inúmeras aquisições no setor financeiro brasileiro, de forma que sua história e a história do setor se confundem. Foi por meio destas operações que o Itaú adquiriu capilaridade passou a ofertar serviços não exclusivos de instituições financeiras na indústria nacional.

É imprescindível notar que o Itaú possuía uma corretora que opera no modo de plataforma fechada (apesar de movimentos recentes no sentido de torná-la uma plataforma aberta⁸), rivalizando diretamente com a XP. Conforme exposto, as plataformas competem entre si pelos consumidores, mesmo sendo fundamentalmente diferentes em seu modelo de negócios. Soma-se isto ao fato de que o Itaú também atua como criador de produtos financeiros, rivalizando, portanto, com os fornecedores da XP neste lado do mercado. Nota-se, entretanto, que ele não vendia seus produtos para distribuição da XP, sendo estes de distribuição exclusiva da corretora do Itaú.

3.2 A análise do Ato de Concentração

3.2.1 A operação

Em 11 de maio de 2017, os acionistas da XP Investimentos celebraram com o Itaú Unibanco o Contrato de Compra e Venda de Ações e Outras Avenças, por meio do qual o Itaú se comprometeu a realizar investimento na XP Investimentos, mediante aporte de capital e

⁸ Indo ao encontro do já citado movimento de digitalização e abertura das plataformas/corretoras, a Itaú Corretora possui, desde meados de 2018, aplicativo próprio e abertura de conta totalmente online. Adicionalmente, ela realiza também a distribuição de fundos de investimentos de prestadores de serviços que não sejam do mesmo grupo econômico do Itaú.

aquisição de participação no capital social da companhia. A operação foi submetida à análise do CADE e, caso aprovada, efetivaria a entrada do Itaú no capital social da XP, de forma segmentada em fases pré-estabelecidas: (i) aporte de capital no valor de R\$ 600 milhões, juntamente da aquisição de ações de emissão da XP Investimentos detidas pelos acionistas pelo valor de R\$ 5,7 bilhões (neste momento, o Itaú se tornaria acionista minoritário da XP Investimentos, com uma participação correspondente a 49,9% do capital social total e 30,1% do capital social votante da XP Investimentos); (ii) em 2020, um percentual adicional de 12,5%, que lhe garantiria 62,4% do capital social total e 40,0% das ações ordinárias da XP Investimentos; e (iii) em 2022, outro percentual adicional de 12,5%, que lhe garantiria 74,9% do capital social total e 49,9% das ações ordinárias da XP Investimentos.

Além das fases estabelecidas anteriormente, duas cláusulas foram adicionadas: (i) a partir de 2024, a XP poderia exercer seu direito de venda da totalidade de sua participação no capital social da XP ao Itaú; e (ii) a partir de 2033, o Itaú poderia exercer seu direito de compra da totalidade da participação detida pela XP Controle no capital social da XP. De toda forma, no momento em que o controle da XP fosse passado ao Itaú, seja por meio das situações listadas ou outras extraordinárias, o CADE realizaria novas análises visando a aprovação.

3.2.2 Definição de mercado relevante: o mercado de distribuição de produtos financeiros

O próximo tópico a ser abordado na construção do presente trabalho trata da constituição do mercado relevante. De acordo com o Guia do CADE, esta etapa se baseia no 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” (Guia do CADE, 2016, p. 13).

Como discutido no primeiro capítulo, conceitos gerais de definição de mercado relevante, tais como substitutibilidade de oferta e demanda, são teoricamente aplicáveis a mercados digitais. Entretanto, autoridades encontraram importantes desafios práticos na aplicação de testes de substitutibilidade. Por exemplo, o relatório da União Europeia indica a dificuldade de definir mercados relevantes na economia digital. Grande parte destes mercados são de dois lados, de forma que os preços não representam a totalidade dos ganhos auferidos pelas partes que compõem a plataforma; as fronteiras são pouco claras e há maior interdependência entre agentes que operam nos diferentes lados (Documento de Trabalho nº 005, CADE, 2020, p. 19).

Tem-se, portanto, que o poder de mercado pode se manifestar em diversas formas distintas em mercados digitais. Não há um único fator-chave que deve ser analisado. Ao contrário, autoridades precisam estar atentas às particularidades de cada mercado relevante, analisar cada caso detalhadamente e, em especial, considerar como vieses e outras características da economia comportamental protegem determinadas plataformas da competição (Documento de Trabalho nº 005, CADE, 2020, p. 35).

Para iniciar a definição do mercado relevante, é necessário o enquadramento da XP enquanto uma plataforma aberta de investimentos. De acordo com a Superintendência Geral do CADE, plataformas abertas de investimentos como a XP são um modelo de plataforma digital mais recentes, caracterizadas por serem “*marketplaces* que operam como mercado dois lados, aproximando, de um dos lados, os diversos ofertantes (bancos de pequeno e médio porte, *assets* independentes, empresas emissoras de títulos privados, etc.) dos consumidores finais, do outro lado.” (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 5). O modelo destas plataformas de investimento é o de acesso aberto, pois não cobram pagamento de mensalidade nem comercializam publicidade dentro de seus ambientes virtuais.

A operação de uma plataforma aberta de investimentos é ampla e possibilita a diversificação das atividades a serem ofertadas. Dentre os mercados mais comuns em que tais plataformas atuam, tem-se: (i) gestão/administração de recursos de terceiros; (ii) corretagem de seguros; (iii) distribuição de produtos de investimentos; (iv) corretagem de valores; e (v) distribuição de planos de previdência privada. É importante ressaltar que, apesar de tais atividades não precisarem ser ofertadas em conjunto, ficando a critério de cada plataforma decidir em quais mercados visa participar, há um forte estímulo para tal, pois alguns mercados possuem integrações verticais uns com os outros. Como exemplo, pode-se citar os casos em que a operadora atua como gestora/administradora de recursos de terceiros e o distribui em sua própria plataforma.

Historicamente, o CADE analisou atos de concentração do sistema financeiro de maneira integrada, ou seja, considerando as etapas de distribuição de produtos financeiros no mesmo mercado da etapa à montante, de gestão/administração e emissão de destes produtos. Esta prática ocorreu até a operação envolvendo aquisição do HSBC Brasil pelo Banco Bradesco, momento no qual o CADE segmentou o mercado e passou a analisá-los separadamente. Tal mudança foi motivada, em grande parte, pela já mencionada forma de distribuição feita pelas plataformas, que atuam apenas neste mercado de distribuição,

comercializando produtos de fornecedores de grupos econômicos diferentes, que atuam apenas nos mercados à montante do de distribuição (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 4).

Ainda de acordo com a Superintendência Geral do CADE, os mercados de distribuição de serviços ou produtos para varejo costumam ser analisados conforme a cesta de produtos ofertado por aquele tipo de estabelecimento. Logo, o mercado de distribuição de produtos de investimentos poderia considerar os agentes que comercializam determinada cesta de produtos semelhante, de modo que tais agentes exerçam pressão competitiva uns sobre os outros, embora possam ser admitidas pequenas diferenças em relação ao portfólio de cada um. Assim, é preciso verificar, sob ponto de vista da oferta, quem são os agentes que exercem pressão competitiva entre si; sob o ponto de vista da demanda, importa identificar qual o público consumidor desses serviços, para eventual segmentação do mercado.

Quanto ao perfil do consumidor das plataformas abertas relevantes para o escopo da análise deste trabalho, ainda conforme definição da Superintendência Geral do CADE e baseado nas respostas das próprias plataformas abertas quando questionadas, as atividades de distribuição são essencialmente direcionadas ao setor de varejo e pessoas jurídicas de até médio porte. São estes, portanto, os grupos que serão considerados como os consumidores no mercado foco.

Dando continuidade à definição dos agentes que exercem pressão competitiva sob a ótica dos ofertantes, observamos que a diferença entre plataformas fechadas e abertas é crucial: enquanto as abertas competem entre si pelos fornecedores dos produtos e serviços disponibilizados na plataforma, as plataformas fechadas (as quais, conforme já mencionado, são tipicamente corretoras do mesmo grupo econômico de bancos tradicionais já estabelecidos) comercializam aquilo que é produzido internamente. Em uma análise vertical ou de poder de compra, os bancos e outros agentes de arquitetura fechada não fariam parte do mesmo mercado relevante das plataformas abertas, pois, para os gestores e emissores de produtos independentes, apenas as plataformas abertas constituem opção para a colocação e distribuição de seus produtos aos consumidores (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 16).

Esta conclusão da Superintendência Geral do CADE deriva da adoção do entendimento pelo órgão de que as plataformas operam em um formato de mercado de dois lados. Isto implica dizer que os bancos comerciais competem com as plataformas apenas pelos consumidores de um lado: a ponta demandante de serviços e produtos de investimentos, não

competindo pelos ofertantes – emissores, gestores e demais agentes que desenvolvem produtos e serviços de investimentos (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 16).

Sob o ponto de vista do consumidor, entretanto, a Superintendência Geral do CADE entendeu que as empresas que atuam no modelo de plataformas abertas exercem pressão competitiva sobre os bancos. Aliás, este é justamente o motivo pelo qual tais agentes chamaram a atenção do mercado financeiro: pela capacidade de ofertar produtos de diversos fornecedores para o consumidor final, antes limitado aos canais bancários tradicionais, acirrando a competição no mercado. Portanto, isto implica dizer que os bancos comerciais competem com as plataformas apenas pelos consumidores de um lado: a ponta demandante de serviços e produtos de investimentos, não competindo pela demanda dos ofertantes. É por esta ótica que se conclui que, apesar de diferenças significativas de estrutura e funcionamento de plataformas abertas e fechadas e tendo em mente que elas não competem pelos mesmos fornecedores, ambas compõem o mesmo mercado relevante (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 16).

Cabe notar que, de acordo com Golovanova e Ribeiro (2021), o CADE passou a considerar as especificidades de mercados de dois lados em suas análises apenas em casos mais recentes, notadamente a partir de 2012, quando o órgão julgou o Google por suposta auto preferência em seus resultados de busca (CADE, 2020, p. 105). Portanto, a análise do CADE alterou-se ao longo do tempo, como podemos notar também na forma como o órgão tratou a fusão de 2008 entre o mercado de futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores (Bovespa). No caso em questão da fusão da BM&F com a Bovespa, o CADE não considerou os dois lados do mercado (GOLOVANOVA; RIBEIRO, 2021, p. 10). Entretanto, em casos mais recentes as especificidades foram levadas em consideração, como no caso em análise da XP.

Complementarmente à análise feita pelo CADE para definição do mercado relevante, faz-se necessária menção ao ponto de vista do BACEN sobre o mesmo processo. A comparação entres os pontos abordados pela Superintendência e pelo Tribunal do CADE (“Tribunal”) e pelo Banco Central em todo o processo, assim como as decisões tomadas por cada órgão e as diferenças dos ângulos abordados e remédios impostos se torna especialmente interessante ao ressaltar que esta operação foi a primeira conduzida após assinatura do memorando de entendimento entre os órgãos⁹. Na análise da operação, a cooperação entre o CADE e o BC

⁹ Conforme site do CADE, disponível em <http://antigo.cade.gov.br/noticias/cade-autoriza-com-condicoes-participacao-do-itaui-no-capital-da-xp>. Acessado em 13/12/2021, às 22h18.

teve início na fase de instrução da Superintendência Geral e continuou no Tribunal, por meio do contato entre as equipes técnicas de ambos os órgãos, com troca de impressões sobre a operação e preocupações quanto à consistência das análises e eventuais remédios. Neste documento, assinado em 2018, tanto CADE quanto BACEN se comprometem a envidar os melhores esforços de cooperação e a estabelecer, de forma conjunta, regras específicas para a análise de processos administrativos de controle de atos de concentração envolvendo instituições financeiras e de apuração de infrações à ordem econômica (Memorando de Entendimentos, 2018, p. 1).

Com este contexto em mente, nota-se que, para o Banco Central definir o mercado relevante, foram considerados os ambientes em que as instituições operam na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (“**B3**”). Neste ambiente, as operações foram segmentadas em grupos distintos, conforme o ativo negociado: a) mercado de ações; e b) mercado de mercadorias e futuros. Por sua vez, para a definição do mercado relevante de distribuição de produtos de investimentos, as plataformas abertas e fechadas foram segregadas em: a) Títulos Privados Bancários e não Bancários; b) Títulos Públicos; c) Ações + Certificados de Operações Estruturadas (COEs) + Fundos de Investimentos Imobiliários (FII); e d) Outros Fundos. A aquisição de 49,9% da XP Investimentos possibilitaria ao Itaú Unibanco se colocar entre as instituições líderes no mercado de corretagem. Entretanto, como este mercado é pulverizado, a operação não acarretaria acréscimo relevante de sua participação de mercado (Estudo Especial nº 47, BACEN, 2019, p. 3).

Contudo, o mercado de distribuição de produtos de investimentos possui um grande risco de impacto concorrencial com a operação. De acordo com cálculos realizados pelo BACEN, o Itaú Unibanco passaria a deter participação de 32,9% no mercado de distribuição de produtos de investimento, cenário que sugeria a necessidade de medidas compensatórias para limitar um eventual exercício unilateral de poder de mercado (Estudo Especial nº 47, BACEN, 2019, p. 4). Em sua análise, o Banco Central classifica as plataformas abertas de investimentos assim como a Superintendência Geral do CADE, como “*shopping* de investimentos”, no modelo cunhando internacionalmente como *one stop shop* (Voto 169/2018-BCB, 2018, p. 2). Ademais, o BACEN afirma que a distribuição dos produtos neste formato consiste em um exemplo claro de um mercado de dois lados, com as corretoras selecionando tanto os ofertantes quanto o perfil dos clientes, segmentando-os em função da renda (Voto 169/2018-BCB, 2018, p. 3). Tais definições vão ao encontro das utilizadas pela

Superintendência Geral do CADE, considerando as especificidades do mercado de dois lados em que as plataformas abertas atuam e as pressões concorrenciais exercidas por elas nos bancos e suas corretoras já estabelecidas. O órgão considerou, finalmente, que “a preservação da concorrência potencial deve ser levada em conta na análise concorrencial do ato de concentração” e que, no caso em questão, a pressão competitiva derivava da inovação do mercado de distribuição de produtos de investimentos.

Em suma, o principal diferencial das plataformas abertas é a possibilidade de ofertar, em um mesmo canal, diversos produtos de fornecedores distintos. É dentro deste mercado de distribuição que surgem oportunidades para entradas de novos *players*, que agora possuem um canal relevante e com muitos potenciais clientes para que possam ofertar seus produtos. Estabelece-se, assim, um mercado de dois lados onde anteriormente não havia. Portanto, para a análise dos efeitos horizontais sobre consumidores, a Superintendência Geral do CADE entendeu que bancos e corretoras que atuam no mercado de distribuição concorrem entre si. Entretanto, para a análise de eventual poder de compra e efeitos verticais ou avaliação dos efeitos no lado ofertante sob uma perspectiva de mercado de dois lados, devem ser consideradas apenas as plataformas abertas, excluindo as empresas que atuam na oferta de produtos do próprio grupo econômico de maneira cativa. (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 17).

3.2.3 Análises de possibilidade e probabilidade de exercício de poder de mercado: questões concorrenciais sobre plataformas e mercados de dois lados.

Em sua análise, a Superintendência Geral do CADE definiu conceitos importantes, contextualizou tanto as empresas quanto o mercado, delimitou o mercado relevante, analisou possíveis sobreposições horizontais e examinou a possibilidade e a probabilidade de exercício de poder de mercado. Dado que o mercado de investimentos é incipiente, o arcabouço teórico formado pelo CADE provém uma grande contribuição ao entendimento deste sistema e coloca, pela primeira vez, a perspectiva de um órgão regulador sobre seu funcionamento.

Uma das primeiras abordagens da Superintendência Geral do CADE foi utilizar Índice Herfindahl-Hirschman (“HHI”), empregado quando se deseja calcular o de concentração dos mercados. De acordo com o Guia do CADE, o HHI é calculado com base no somatório do quadrado das participações de mercado de todas as empresas de um dado mercado e pode chegar até 10.000 pontos, valor no qual há um monopólio, ou seja, em que uma única empresa possua 100% do mercado (Guia do CADE, 2016, p. 24). Ainda de acordo com o Guia, a

concentração do mercado pode se enquadrar em três tipos: (i) mercados não concentrados, com HHI abaixo de 1.500 pontos; (ii) mercados moderadamente concentrados, com HHI entre 1.500 e 2.500 pontos; e (iii) mercados altamente concentrados, com HHI acima de 2.500 (Guia do CADE < 2016, p. 25).

Além disso, as variações no HHI resultantes de operações são categorizadas conforme Tabela 4 a seguir:

Tabela 4 – Definições para avaliação do HHI

Tipo de Alteração na Concentração	HHI após ACC	Efeitos	Análise Detalhada
Pequena alteração	$\Delta\text{HHI} < 100$	Não geram efeitos competitivos adversos	Não requer
Geram preocupações em mercados não concentrados	$\text{HHI} > 1.500$	Não deve gerar efeitos negativos	Usualmente não requer
Geram preocupações em mercados moderadamente concentrados	$\Delta\text{HHI} > 100;$ $1.500 < \text{HHI} < 2.500$	Potencial de gerar preocupações concorrenciais	Recomendável
Geram preocupações em mercados altamente concentrados	$100 > \Delta\text{HHI} > 200;$ $2.500 > \text{HHI}$	Potencial de gerar preocupações concorrenciais	Sugerido
Geram preocupações em mercados altamente concentrados	$\Delta\text{HHI} > 200;$ $2.500 > \text{HHI}$	Presumivelmente geram aumento de poder de mercado	Requerida

Fonte: Elaboração própria, com dados do Guia do CADE (2016)

De acordo com os cálculos da Superintendência Geral do CADE, o HHI do mercado de distribuição de produtos de investimentos somou 1.983 pontos, sendo classificado como um mercado moderadamente concentrado. A variação do HHI apontou 96,7 pontos, abaixo do patamar de 100 pontos que indicaria algum nexo de causalidade entre a operação e o aumento da possibilidade de exercício de poder de mercado. Assim, considerando tão somente os índices de concentração, a análise da operação não precisaria prosseguir (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 24).

Entretanto, a Superintendência Geral prosseguiu com o entendimento de que o *market share* de um concorrente pode não representar sua efetiva capacidade de contestação do mercado. Esta exceção se encontra no Guia do CADE, que afirma, entre outros casos, que “o uso do HHI será flexibilizado se: (i) houver indício de coordenação entre os agentes de mercado; (ii) uma das partes for uma empresa do tipo *maverick*, ou apresentar estratégia

disruptiva; e (iii) quando a fusão envolver entrante potencial ou recente.” Portanto, em sua decisão, a Superintendência Geral determinou que as características da XP e da operação impõem a consideração de fatores que afastam a utilização do HHI como critério. Dentre estes fatores, estão incluídos a conclusão a respeito do papel disruptivo exercido pela XP no mercado brasileiro, no sentido de que a empresa exerce a função de *maverick* nos mercados de distribuição de produtos de investimento (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 35). Com isso, a Superintendência concluiu que a análise deveria prosseguir para a avaliação da probabilidade do exercício de poder de mercado.

Em sequência, outro passo para entender o posicionamento sobre as questões concorrenciais derivadas do modelo de negócio da XP como uma plataforma aberta e os lados do mercado é abordar diretamente a forma como o CADE tratou as **integrações verticais e as relações de intermediações exercidas pela plataforma**, um dos temas mais relevantes para a formação de uma conclusão quanto à aprovação – ou não – da operação em questão. No escopo do presente trabalho, é fundamental entender como as integrações verticais analisadas pelo CADE afetam o mercado relevante aqui delimitado, de forma a compreender o motivo da decisão tomada pelo órgão.

De acordo com o Parecer da SG, o mercado de distribuição de investimento, dentre os mercados correlatos citados anteriormente, é o mais próximo do consumidor. Enquanto ele efetivamente vende os produtos para os clientes, consumidores finais, os demais mercados são caracterizados pela criação dos produtos financeiros, os quais serão posteriormente distribuídos. Dentro destes mercados atuam não só as corretoras, mas também *assets* e gestoras. Conforme já mencionado, o diferencial das plataformas abertas é justamente ser livre a inúmeras empresas atuantes nestes mercados, que desejam ter seus produtos distribuídos na plataforma.

Entretanto, com a evolução das corretoras, algumas delas passaram a realizar também as atividades anteriormente executadas por essas *assets*, criando produtos financeiros e distribuindo-os em suas plataformas, gerando assim uma integração vertical. E, diferentemente do que ocorre com as *assets*, que desejam vender produtos para o maior número de plataformas possíveis, as corretoras vendem apenas para si. Ou seja, seus produtos são apenas disponibilizados em suas próprias plataformas, garantindo assim uma característica parecida com as plataformas fechadas.

Para o entendimento dos efeitos verticais, há de se lembrar que o Itaú já atua nos mercados correlatos ao de distribuição de investimento, como gestor e/ou administrador de recursos, emitindo títulos bancários e de previdência privada, mas distribuindo estes produtos apenas em sua própria rede. Para análises de integração vertical, a Superintendência Geral do CADE busca 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 de oferta dos produtos ou serviços envolvidos. Dado que os produtos do Itaú são de distribuição exclusiva, rejeita-se

a possibilidade do Itaú se recusar a comercializar seus produtos para outras corretoras concorrentes da XP, haja vista que tal negociação já não ocorre.

Entretanto, a XP representa o principal canal de distribuição de produtos financeiros para diversos agentes ofertantes, de forma que estes podem ser afetados em caso de uma discriminação exercida por ela em conjunto com o Itaú, dando preferência – ou exclusividade – na sua plataforma à distribuição dos produtos ofertados pelo seu novo sócio (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 26).

O Parecer da SG considerou que a nova forma de comercialização de produtos financeiros das plataformas abertas de investimento promove: o incremento da competição no mercado, possibilitando a competição entre diversos fornecedores em uma mesma plataforma; a concorrência entre plataformas, pois estas agora competem pelos fornecedores de produtos, além dos consumidores finais; e redução das barreiras à entrada para novas plataformas, que não precisam estruturar amplas e custosas redes de atendimento aos clientes (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 5). Com isto, verificam-se ganhos em ambos os lados do mercado: para os fornecedores, há a possibilidade de diminuir os custos de distribuição, pois estes agora possuem mais opções de plataforma onde alocar seus produtos; para os consumidores finais, há um incremento de competição no mercado, que pode incorrer em queda de taxas e aumento de qualidade dos produtos.

Segundo o voto-vogal da conselheira Cristiane Alckmin quando da votação do Ato de Concentração, “a contestabilidade aos bancos virá de empresas com tecnologias disruptivas, fazendo um negócio antigo de forma nova. Os preços baixos observados hoje, assim, poderão subir novamente, mesmo que a tecnologia tenha vindo para ficar.” Ou seja, bancos

simplesmente incorporarão ao seu *modus operandi* tal tecnologia, mas precificarão da forma antiga. É o que um agente racional faria, caso o regulador permita.

Ainda sobre as integrações verticais, um outro ponto relevante foi colocado pelo Conselheiro-Relator, Paulo Burnier, em seu voto. Apesar de concordar com as preocupações levantadas tanto pela SG quanto pela conselheira Cristiane em relação à possibilidade de exercício de poder de mercado derivado das integrações verticais, o conselheiro entende que as obrigações assumidas pela XP e pelo Itaú seriam suficientes para aprovar o acordo. Dentre os encargos destacam-se a obrigação legal de não discriminação, de mitigar as barreiras à entrada, da proibição da exigência de exclusividade (que, conforme exposto, dificulta o *multihoming*) e da facilidade da portabilidade do investidor, caso este queira migrar de plataforma. Adicionalmente, o Itaú também assumiu responsabilidades para garantir a aprovação do Ato, notadamente ao se comprometer a não discriminar plataformas concorrentes da XP, vedação do direcionamento de clientes do Itaú para a XP e proibição de intervenção do Itaú em decisões relativas a contratações de produtos de ofertantes diversos.

Dando continuidade à análise sobre a forma considerada pelas autoridades dos aspectos concorrenciais relevantes para plataformas digitais e mercados de dois lados, cabe notar as discussões sobre *multihoming* apresentadas no CADE. Notadamente, a Superintendência Geral do órgão refletiu sobre os casos em que as plataformas abertas utilizam de cláusulas de exclusividade para impedir o *multihoming* de seus fornecedores, tornando seus produtos exclusivos à sua plataforma, agregando valor a ela em contraponto a um interesse geral do mercado de ter a maior disponibilidade de produtos possíveis no maior número de plataformas. Do ponto de vista do consumidor, parece óbvio que esta prática deveria ser impedida. Entretanto, do ponto de vista regulatório existente, esta prática parece ser aceitável, pois desta maneira a plataforma que adquire os serviços de maneira exclusiva está beneficiando os seus consumidores e, a longo prazo, pode conseguir uma nova redução de custos para eles.

Em seu voto, Paulo Burnier vai ao encontro do Parecer da SG, ao afirmar que um fator que pode mitigar sensivelmente os efeitos negativos à concorrência dos efeitos de rede é a possibilidade de *multihoming*, tornando ele uma condição relevante para a entrada no mercado. Tanto o Parecer da SG quanto o conselheiro-relator afirmaram que, no mercado, há facilidade de *multihoming* no lado dos consumidores, que podem abrir diversas contas nas corretoras que desejarem. Entretanto, ambos também concluíram que há riscos de que a XP possa dificultar o *multihoming* no lado dos ofertantes, por meio das abordadas práticas de exclusividade. Para

garantir, portanto, esta possibilidade tão crucial ao bom funcionamento da concorrência no mercado, foram adicionados remédios na operação para garantia da manutenção do *multihoming*.

Além da questão do *multihoming* dos fornecedores, a Superintendência Geral do CADE demonstrou relevante preocupação com o *multihoming* dos AAIs. Conforme exposto, estes compõem uma parte significativa da estrutura organizacional das plataformas abertas e um motivo relevante para o sucesso delas. Portanto, e tendo em mente que o *multihoming* fomenta a concorrência no mercado, é do interesse do CADE garantir que os AAIs tenham a possibilidade de operar com a maior quantidade possível de corretoras na distribuição de fundos de investimentos, algo que, nos anos imediatamente anteriores ao da operação, estava em risco por conta dos acordos de exclusividade sendo realizados principalmente pela XP. Estes acordos de exclusividade com AAIs, tais como os acordos de exclusividade com fornecedores de produtos, configuram um aumento das barreiras à entrada no mercado de distribuição de produtos (especificamente na distribuição de fundos).

O BACEN tratou a questão do *multihoming* diretamente em sua decisão, proibindo a XP de estabelecer exclusividade contratual ou sob qualquer outra forma com fornecedores de produtos de investimentos, além da obrigação de divulgar amplamente as regras que estabelecer para a inclusão ou para exclusão de acesso à plataforma de negociação da corretora. Adicionalmente, o Banco Central proibiu a XP de privilegiar empresas do mesmo grupo econômico que o Itaú Unibanco na contratação de produtos (Voto 169/2018-BCB, 2018, p. 12). Todos estes remédios, como pode ser percebido, visaram atacar diretamente o potencial prejuízo que a operação poderia trazer ao *multihoming*, de forma semelhante ao que foi feito pelo CADE. Cabe notar, entretanto, que os remédios aplicados pelo BACEN foram mais restritivos em comparação aos aprovados no entendimento vencedor do CADE, algo que será abordado mais à frente.

Outro ponto relevante que foi abordado pelo CADE, na forma do voto do conselheiro-relator, são as **economias de escala** existentes no mercado. Conforme abordado na seção 1.3, a possibilidade de ganhos em economias de escala e escopo em mercados digitais não são apenas prováveis, mas alavancados. O ganho de escala no mercado advém da necessidade de investimentos iniciais em infraestrutura, garantia de capital, investimentos em TI, publicidade e mídia – custos considerados fixos. A comparação entre o percentual da receita líquida gasto com publicidade e tecnologia da informação (TI) em 2017 por parte da XP e dos outros

concorrentes corrobora a conclusão de que há, nesses mercados, significativos ganhos de escala (BURNIER, 2017, p. 20). Ou seja, após uma corretora consolidar sua plataforma e estrutura de operação, a distribuição dos produtos pode ser feita em grande escala, apenas com os custos fixo supracitados. Com o aumento da distribuição e manutenção dos custos, há um ganho a partir da queda do custo médio de produção dos produtos. Esta situação de economia maciça em escala funciona como barreiras à entrada para potenciais entrantes, ponto este que será abordado em breve.

O CADE não abordou economias de escopo em profundidade, mas, conforme já citado, a distribuição de produtos financeiros é similar independentemente do produto.

Em sua análise sobre **barreiras à entrada**, a Superintendência Geral do CADE concluiu que o mercado, apesar de ter realizado ganhos nos anos antes da operação em relação à redução das barreiras à entrada, ainda possui impeditivos significativos para potenciais entrantes. Em um de seus pontos, o órgão afirmou que a rede de AAls construída por algumas corretoras se tornou uma questão relevante, tamanho seu crescimento a partir da estratégia pioneira da XP. Como estas associações com AAls são baseadas em relações de exclusividade – o Agente Autônomo se vincula à corretora – a barreira à entrada referente à estruturação de entrantes no mercado foi potencializada, posto que se tornou mais difícil para um novo *player* competir com estruturas complexas e já consolidadas como estas.

A Superintendência também argumentou que aspectos regulatórios, como autorizações para funcionamento por parte do BACEN e da CVM, compõem barreiras à entrada relevantes. Finalmente, e em linha com as economias de escala abordadas logo antes. A atividade de distribuição de produtos de investimentos possui custos fixos iniciais que não variam na mesma proporção do crescimento da base de clientes. Desta forma, há investimento inicial muito elevado frente as receitas iniciais, que tendem a ser diluídos à medida em que a empresa obtém escala (CADE, Parecer Técnico nº 24, 2017, p. 50). Portanto, ao serem considerados novos entrantes que ainda não possuem esta escalabilidade, a escala exerce um papel central em relação às barreiras à entrada. Portanto, a Superintendência Geral do CADE entendeu que o mercado de distribuição de produtos de investimentos é um mercado com barreiras à entrada consideráveis, em que dificilmente um novo agente conseguiria contestar eventual exercício de poder de mercado por parte de uma força dominante no mercado.

Sobre a importância da escala, outro ponto abordado pelo CADE, na forma do voto vogal da conselheira Cristiane, é em relação aos interesses do Itaú na plataforma de distribuição em si da XP. Além de toda a inovação tecnológica envolvida, de acordo com ela, “o real interesse do Itaú na compra da XP relaciona-se com o interesse no que a XP tem de mais valioso: a sua base de clientes, atual e futura”. Cabe mencionar que grande parte da base de clientes da XP (e das demais plataformas abertas) é composta por ex-clientes de corretoras fechadas, como a do Itaú. Conforme mencionado anteriormente, está em curso um movimento de saída dos clientes destas plataformas fechadas, arcaicas, para as plataformas abertas. Com a compra da XP pelo Itaú, o Banco mitiga esta perda, recompra clientes já perdidos e garante que futuras perdas de clientes para a XP não serão danosas para si, dado que ela agora irá compor parte do seu grupo econômico.

De forma a mitigar alguns dos riscos já, o entendimento vencedor no CADE aprovou condições especificamente para a relação societária criada entre XP e Itaú. Somam-se a elas as outras já citadas, direcionadas a coibir práticas discriminatórias no mercado. Dentre os remédios, destacam-se a proibição da XP em distribuir exclusivamente produtos do Itaú ou de garantir a eles qualquer tipo de vantagem irracional e a limitação da participação do Itaú no conselho da XP. Adicionalmente, o entendimento do CADE também obrigou a XP a manter a política de taxa zero já praticada pela corretora em algumas modalidades de investimentos, como no Tesouro Direto. Em relação ao Itaú, o entendimento vencedor do CADE determinou que, caso este passe a distribuir produtos para as plataformas abertas, o banco não poderá discriminar outras corretoras em favor da XP.

Portanto, ao final, considerando sobre as questões associadas à integração vertical, intermediação e *multihoming*, o entendimento vencedor no CADE decidiu por aprovar o Ato de Concentração, devido principalmente aos compromissos assumidos pelas requerentes. O CADE acatou o Parecer da SG, que entendeu que a XP se manteria independente e seguiria promovendo ganhos tanto ao mercado quanto ao consumidor final. Adicionalmente, o CADE enxergou no Ato a possibilidade de coibir algumas das práticas adotadas pela própria XP (como os acordos de exclusividade) que caracterizavam atitudes discriminatórias e aumentavam as barreiras à entrada.

Complementarmente, o BACEN conduziu o Estudo Especial nº 47, sobre o Ato de Concentração, cujo objetivo é descrever os principais critérios concorrenciais que nortearam a decisão do órgão, tomada em agosto de 2018, no sentido de aprovar a aquisição. De acordo

com o estudo, o processo decisório de pedidos dessa natureza abrange essencialmente a análise de fatores concorrenciais e prudenciais. Para a análise concorrencial, conforme mais detalhes a seguir, dois aspectos principais foram considerados: (i) o modelo de negócios da XP Corretora; e (ii) o mercado de atuação em que ela se insere (Estudo Especial nº 47, BACEN, 2019, p. 1).

O Banco Central, em sua decisão, analisou o modelo de negócios da XP e o seu funcionamento enquanto plataforma aberta atuante em um mercado de dois lados. Para o órgão, “o crescimento das plataformas abertas de investimento no Brasil tem-se dado, em grande parte, à custa de redução das fatias de mercado das plataformas fechadas, geralmente operadas por grandes instituições financeiras.” O BACEN definiu o mercado relevante considerando os ambientes em que as instituições operam. Tal qual o CADE, o Banco também concluiu que o mercado de distribuição de produtos de investimentos compõe o maior potencial de impacto concorrencial derivado da operação (Estudo Especial nº 47, BACEN, 2019, p. 3).

Para chegar a este resultado o BACEN também considerou a posição da XP enquanto *maverick* e pioneira e os possíveis impactos da sua remoção do mercado por um competidor, chegando às mesmas conclusões do CADE. O órgão entendeu que as inovações tecnológicas trazidas pela XP, como distribuição online e utilização maciça de AAIs foram primordiais para seu crescimento (Voto 169/2018-BCB, 2018, p. 4). Ainda de acordo com o Banco Central, sopesados os riscos e os benefícios, a operação reunia condições de ser aprovada, tendo em vista que foram impostas medidas compensatórias a fim de mitigar os riscos de prejuízo à concorrência, considerando assim a proposta pró-competitiva.

O Banco Central também abordou, ainda que timidamente, a questão das barreiras à entrada. Para o órgão, os avanços tecnológicos possibilitam quedas às barreiras à entrada nos mercados de serviços financeiros em geral, promovendo a competição e demandando o incremento da eficiência das instituições financeiras para a sobrevivência em um ambiente mais concorrido. Como já concluído, as plataformas abertas são empresas que utilizam da tecnologia e da digitalização como pontos relevantes da sua estrutura e funcionamento. Portanto, sua atuação no mercado de distribuição de produtos de investimentos caracteriza um ganho ao mercado na forma de redução das barreiras à entrada. Neste ponto, cabe mencionar que o BACEN entendeu, em seu Estudo Especial nº 47, que a barreira à entrada oriunda da economia de escopo no consumo foi quebrada pelas inovações de oferta em um segmento do mercado: a distribuição de produtos financeiros como fundos e títulos públicos.

Assim como o CADE, a análise do BACEN no caso demonstra a necessidade de que a abordagem de atos de concentração seja voltada tanto para os aspectos quantitativos quanto para os aspectos qualitativos de cada caso, devendo ser atribuída maior importância às consequências que a operação pode produzir sobre os mercados relevantes afetados e sobre os mercados similares. Entretanto, o Banco Central, em seus remédios para a operação, se mostrou mais restritivo. Além das proibições mencionadas anteriormente, para a manutenção do *multihoming*, o BACEN demonstrou uma preocupação considerável em relação ao controle societário e possíveis influências do Itaú na XP. Para mitigar estes riscos, o órgão foi além das proibições do CADE e proibiu o Itaú de adquirir outra plataforma aberta, de adquirir controle acionário da XP, de acessar a base de dados de clientes e de participar em reuniões da XP que antecedam assembleias de acionistas (Voto 169/2018-BCB, 2018, p. 11).

O Banco Central também proibiu a XP de adquirir plataformas abertas de investimentos ou participação acionária neste tipo de empresa e obrigou a corretora a preservar sua autonomia, não permitindo exercício de influência do Itaú ou de ingerência em suas diretrizes e estratégias (Voto 169/2018-BCB, 2018, p. 11). Por fim, o BACEN

O órgão entendeu que as medidas compensatórias citadas, ao manterem a independência da XP e assegurarem a manutenção da concorrência entre ela e outras plataformas similares, fomentam a concorrência e, portanto, a eficiência do sistema financeiro e o bem-estar do consumidor. Por fim, passados 4 anos da decisão do CADE e do BACEN, cabe ressaltar que a opção de compra da maioria do capital social da XP pelo Itaú não foi exercida, por conta de desalinhamentos estratégicos entre as empresas.

CONCLUSÃO

O principal objetivo deste trabalho era abordar os conceitos e questões concorrenciais inerentes às análises de plataformas digitais e mercados de dois lados, considerando o mercado de distribuição de produtos financeiros no Brasil, tomando o debate do caso XP no CADE e no BACEN como referência para estudo de caso. Ao longo deste trabalho, foram recuperadas definições importantes para a contextualização do tema. Primeiramente, definiu-se que uma plataforma digital são intermediários que ligam grupos de usuários e se beneficiam de efeitos de rede diretos e indiretos. Neste contexto, temos as plataformas de investimento, tanto abertas como fechadas.

Do relacionamento entre seus agentes surgem diversas questões concorrenciais, as quais também foram indicadas e exploradas nos capítulos anteriores. Um exemplo que gera ganho positivo aos consumidores é o *multihoming*, que estimula a participação de mais fornecedores dentro de uma mesma plataforma, potencializando efeitos de rede diretos e indiretos, promovendo assim a concorrência e gerando ganhos aos consumidores. Outra questão positiva tratada foram as economias de escopo e escala. Em um contexto digital, estas permitem maior escalabilidade do negócio e auxiliam na redução dos custos, pois, por se tratar de custos majoritariamente tecnológicos, com a constante melhora na tecnologia disponível, tornam-se mais baratos ao longo do tempo. Por serem também produtos financeiros, estes são majoritariamente substitutos e similares em sua forma de produção, garantindo assim uma economia também de escopo.

Em contraposição, observam-se duas questões concorrenciais possivelmente negativas aos consumidores: as relações verticais e as barreiras à entrada. A primeira ocorre em uma situação de auto preferência, quando as plataformas buscam controlar os mercados complementares ao de distribuição, fornecendo o produto a ser distribuído por ela ou garantindo exclusividade de distribuição, contrariando assim os benefícios gerados a partir das interações de um mercado de dois lados. Este movimento aumenta também as barreiras à entrada, que podem ser verificadas neste formato ou em casos de necessidade de estruturação de amplas e custosas redes de atendimento aos clientes, por exemplo.

A segunda etapa do trabalho observou todos estes aspectos por meio de um estudo de caso referente à aquisição da XP pelo Itaú, com destaque ao Parecer da SG e os votos proferidos por conselheiros no caso. Neste relatório concluiu-se que, apesar dos riscos que a operação

oferecia à revolução em andamento no mercado, os termos mitigantes concordados pelas requerentes foram entendidos como satisfatórios para resultar na aprovação da operação. O CADE também constatou que o movimento das plataformas abertas de investimento, capitaneado pela XP, foi positivo para o mercado, a concorrência, e, conseqüentemente, para os consumidores finais. Adicionalmente, o CADE promoveu remédios dentro do acordo para já endereçar pontos de atenção considerados anticompetitivos, claramente atento às questões relativas a plataformas e mercados de dois lados, como acordos de exclusividade e garantias de *multihoming*.

De maneira complementar ao CADE, foi observada a atuação do Banco Central na análise e aprovação da operação. Torna-se relevante a comparação ao ser mencionado que esta aquisição foi a primeira a ser analisada de maneira compartilhada por CADE e BACEN após o memorando de entendimentos assinados por ambos os órgãos, em que eles se comprometem a compartilhar informações e a estabelecer, de forma conjunta, regras específicas para a análise de processos administrativos de controle de atos de concentração do sistema financeiro nacional. Com este contexto em mente, cabe mencionar que a atuação do Banco Central, apesar de mais discreta quando comparada às extensas explicações e construções literárias realizadas pelo CADE, acabou por ser mais restritiva em suas condições de aprovação. Isto se torna visível na proibição pelo BACEN de Itaú e XP adquirirem outra plataforma aberta e do Itaú acessar a base de clientes da XP, tamanha sua preocupação com o risco levantado do banco estar meramente interessado na recompra dos clientes que perdeu para a corretora ao longo dos anos.

Apesar da aprovação do Ato de Concentração, o plano de aquisição de participação acionária não foi colocado em prática. Desta forma, a XP segue com seu controle estratégico, possivelmente mitigando parcialmente os riscos elencados pelo CADE em 2017 de prejuízo ao mercado. Portanto, como sugestão de segmento deste trabalho, cabe o acompanhamento dos novos desdobramentos dos agentes relevantes do mercado, incluindo potenciais novas aquisições de corretoras disruptivas por instituições tradicionais, sendo este um outro ponto sensível mencionado pelo CADE, além do acompanhamento das discussões da política de defesa da concorrência sobre mercados e plataformas digitais e seus desdobramentos para o mercado em questão.

REFERÊNCIAS

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Voto 169/2018-BCB. 2018

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estudos Especiais do Banco Central. Ato de concentração Itaú Unibanco/XP Investimentos. Estudo Especial nº 47/2019

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Estudos Especiais do Banco Central. Efeitos da diversificação dos canais de distribuição de instrumentos de captação de instituições financeiras. Estudo Especial nº 46/2019

BANCO CENTRAL DO BRASIL; CADE. Memorando de entendimentos relativo aos procedimentos de cooperação na análise de atos de concentração econômica no sistema financeiro nacional. 2018

BRASIL. Instrução Normativa CVM nº 497, de 03 de junho de 2011. Dispõe sobre a atividade de agente autônomo de investimento. 2011.

CADERNOS DO CADE. Mercados de Plataformas Digitais. 2021

COMPETITION AUTHORITIES WORKING GROUP. BRICS in the digital economy. 2020

DOCUMENTO DE TRABALHO Nº 005/2020. Concorrência em mercados digitais: uma revisão dos relatórios especializados. 2020

EUROPEAN COMMISSION. Competition Policy for the digital era. 2019

EVANS, David S. The Antitrust Economics of Multi-sided Platform Markets. Yale Journal of Regulation. Vol. 20, Issue 2: 2003

GINSBURG, Douglas H.; Wong-Ervin, Karen. AmEx: Beyond Transaction Platforms and Section 1. Competition Policy International, 2020

GUIA PARA ANÁLISE DE ATOS DE CONCENTRAÇÃO HORIZONTAL. CADE. 2016

GOLOVANOVA, Svetlana; RIBEIRO, Eduardo P. Multi-sided Platforms Analysis and Competition Law Enforcement Practice in BRICS Countries. Journal of Competition Law & Economics, 2021

LEE, Robin; Vertical Integration and Exclusivity in Platform and Two-Sided Markets. American Economic Review 103, No. 7, 2013, p. 2960-3000.

PARECER TÉCNICO Nº 24. Anexo ao Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16 (Requerentes: Itaú Unibanco S/A; e XP Investimentos S/A)

ROCHET, Jean-Charles; TIROLE, Jean; Two-sided markets: a progress report. RAND Journal of Economics Vol. 37, No. 3, Autumn 2006, p. 645-667

RODRIGUES, Leonardo Leal; CAMPISTA, Mariana Monteiro; A disrupção na indústria brasileira de serviços financeiros pela democratização do acesso a investimentos: um estudo de

caso da XP investimentos. 2020. 118 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Engenharia de Produção) - Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2020.

SILVA, Diogo Ferreira; ASSIS, Vitor Ferreira; DE OLIVEIRA, João Paulo Leonardo. De uma pequena corretora a um banco múltiplo estudo de caso sobre a XP investimentos. *Brazilian Journal of Development*, Curitiba, v.6, n.11, p.87593-87605, 2020

SAMPAIO, Danielle Cunha; HATEM, Felipe. A relação entre efeitos de rede e ciclos de feedback: aplicação prática em uma rede de apostadores. 2013. 78 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Engenharia de Produção) – Escola Politécnica, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2013.

SHAPIRO, Carl S.; VARIAN, Hal R. *Information Rules: a strategic guide to the network economy*. Harvard Business Press, 1998.

Voto Vogal da Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt no Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16 (Requerentes: Itaú Unibanco S/A; e XP Investimentos S/A)

Voto Vogal do Conselheiro-Relator Paulo Burnier da Silveira no Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16 (Requerentes: Itaú Unibanco S/A; e XP Investimentos S/A)