



UFRJ

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS

FACULDADE NACIONAL DE DIREITO

**TECNOLOGIAS DISRUPTIVAS NO SETOR BANCÁRIO: O PAPEL DA  
AUTORIDADE ANTITRUSTE FRENTE ÀS REAÇÕES ANTICOMPETITIVAS  
DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS TRADICIONAIS**

MANUELA DOS SANTOS SEVERINO

Rio de Janeiro, 2022

MANUELA DOS SANTOS SEVERINO

**TECNOLOGIAS DISRUPTIVAS NO SETOR BANCÁRIO: O PAPEL DA  
AUTORIDADE ANTITRUSTE FRENTE ÀS REAÇÕES ANTICOMPETITIVAS  
DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS TRADICIONAIS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. Marcelo Assafim.

Rio de Janeiro, 2022



MANUELA DOS SANTOS SEVERINO

**TECNOLOGIAS DISRUPTIVAS NO SETOR BANCÁRIO: O PAPEL DA  
AUTORIDADE ANTITRUSTE FRENTE ÀS REAÇÕES ANTICOMPETITIVAS  
DAS INSTITUIÇÕES FINANCEIRAS TRADICIONAIS**

Monografia de final de curso, elaborada no âmbito da graduação em Direito da Universidade Federal do Rio de Janeiro, como pré-requisito para obtenção do grau de bacharel em Direito, sob a orientação do Professor Dr. João Marcelo Assafim.

Data da Aprovação: 19 / 07 / 2022.

Banca Examinadora:

---

Professor Dr. João Marcelo Assafim - Orientador

---

Professor Dr. Enzo Baiocchi - Membro da Banca

---

Rio de Janeiro, 2022



## AGRADECIMENTOS

Início esse agradecimento pelo começo de tudo: minha bisá. Sem ela eu não teria chegado nem na metade do caminho. Espero que você esteja aí de cima apontando para mim e dizendo que é a Manuzinha, seu tesouro, que vale ouro – finalmente – formando pela Faculdade Nacional de Direito. Nos nossos sonhos minhas conquistas eram grandes assim. Realizamos eles.

Depois dela vem Carmen e Israel. Muitos duvidaram que dois pais na adolescência conseguiriam dar conta dos filhos. Bom, vocês deram. Sou fruto do esforço de vocês e para sempre vou ser profundamente grata por terem me dado tudo e mais um pouco do que não tiveram.

Minhas avós Virginia e Izabel, obrigada por serem exemplo de força e trabalho desde que nasci. Fui criada por mulheres fortes e vocês são as principais delas.

À minha tia Rogéria, quem acredita em mim de olhos fechados e sonha meus sonhos como se fossem os dela, obrigada. Você foi fundamental para expandir meus horizontes e me fazer acreditar que o mundo é grande demais, mas eu posso andar ele todinho se quiser.

Aos meus irmãos, Gabriela, Douglas, Davi e Antônia, donos do meu amor mais profundo e intenso: vocês me fazem querer ser maior e melhor só para inspirar vocês. Sem os cuidados da Gabi na infância não seria o que sou hoje, sem a admiração irrestrita do Douglas ficaria menos dedicada ao que me proponho, sem a curiosidade infantil aguçada do Davi pararia na metade e sem o sorriso da Antônia alguns dias não teriam sido salvos. Amo vocês com tudo e em tudo.

Aos meus amigos, com menção honrosa a Blenda (Maria) e Isabela (vinte e dois), obrigada por tornarem o caminho mais leve, por segurarem os pratinhos que eu não consegui equilibrar em muitos momentos. Vocês me provaram cotidianamente que eu conseguiria. E aqui estamos.

*Na visão de Schumpeter, a inovação não era um processo gradual benigno, mas um ciclo cruel de destruição e nascimento industrial, tão implacável como os domínios da carne. Para ele, essa dinâmica era a essência do capitalismo. Schumpeter descrevia a inovação como um perene estado de intranquilidade: um processo de mutação industrial... que revoluciona de forma permanente a estrutura econômica por dentro, destruindo o antigo e criando o novo, sem cessar.”*

*– Tim Wu*





## RESUMO

A presente trabalho tem como objetivo, partir do método de pesquisa dedutivo, traduzido em pesquisa bibliográfica e jurisprudencial, apresentar e analisar a atuação do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) frente às possíveis reações anticompetitivas de instituições financeiras tradicionais com a entrada de tecnologias disruptivas no setor bancário. Para tal, o setor bancário brasileiro é abordado de forma geral e específica, de modo a possibilitar a identificação de suas peculiaridades que vão impactar na análise antitruste. Em seguida, o direito concorrencial como disciplina jurídica é introduzido, permitindo a compreensão do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) e dos arcabouços normativos do direito estrangeiro que contribuíram para a definição brasileira de infração à ordem econômica. Apresentado o mercado bancário e parâmetro normativo das análises das condutas de instituições bancárias tradicionais frente a agentes disruptivos do setor, esses agentes são analisados a partir de suas características definidoras. Por fim, apresenta-se as condutas anticompetitivas que tendem a ser utilizadas contra estes novos entrantes no mercado bancário e a jurisprudência da autoridade antitruste brasileira, possibilitando a identificação do parâmetro brasileiro de análise para casos dessa natureza.

Palavras-chave: mavericks, fintechs, mercado financeiro, inovação, antitruste.

## ABSTRACT

The present work aims, from the deductive research method, translated into bibliographic and jurisprudential research, to present and analyze the performance of the Administrative Council for Economic Defense (CADE) in the face of possible anticompetitive reactions of traditional financial institutions with the entry of disruptive technologies in the banking sector. To this end, the Brazilian banking sector is approached in a general and specific way in order to enable the identification of its peculiarities that will impact the antitrust analysis. Then, competition law as a legal discipline is introduced, allowing the understanding of the Brazilian System for the Defense of Competition (SBDC) and the normative frameworks of foreign law that contributed to the Brazilian definition of infringement of the economic order. After presenting the banking market and the normative parameter for analyzing the conduct of traditional banking institutions in the face of disruptive agents in the sector, these agents are analyzed based on their defining characteristics. Finally, it presents the anticompetitive conducts that tend to be used against these new entrants in the banking market and the jurisprudence of the Brazilian antitrust authority, enabling the identification of the Brazilian parameter of analysis for cases of this nature.

Keywords: Copyright; Digital Piracy; Comparative Law; Torrent Platforms.

## SUMÁRIO

<b>INTRODUÇÃO.....</b>	<b>6</b>
<b>1. PRECEDENTE: O SISTEMA BANCÁRIO PÓS 1994.....</b>	<b>8</b>
1.1. O Sistema Bancário Brasileiro.....	10
<b>2. O SISTEMA BRASILEIRO DE DEFESA DA CONCORRÊNCIA.....</b>	<b>12</b>
2.1. Direito europeu e direito americano: o que é infração à ordem econômica?.....	12
2.2. SBDC: o modelo híbrido brasileiro.....	13
2.3. Conflito de Competência do BACEN e do CADE.....	15
<b>3. CONCORRÊNCIA ESTÁTICA E CONCORRÊNCIA DINÂMICA.....</b>	<b>18</b>
3.1. Concorrência estática.....	19
3.2. Concorrência Dinâmica.....	19
<b>4. AGENTES DISRUPTIVOS E CONTROLE SOCIAL.....</b>	<b>22</b>
4.1. Agente disruptivos: <i>fintechs</i> e <i>mavericks</i> .....	22
4.2. Condutas anticompetitivas contra agentes disruptivos no setor financeiro: jurisprudência do CADE.....	28
4.2.1. Caso Itaú versus XP.....	28
4.2.2. Caso Nubank versus Bradesco, Itaú, Santander, Caixa Econômica e Banco do Brasil.....	31
<b>5. O DIREITO POSITIVO APLICADO PELA AUTORIDADE BRASILEIRA NOS MERCADOS DE INOVAÇÃO DO SETOR BANCÁRIO.....</b>	<b>34</b>
5.1. A atuação da autoridade antitruste.....	34
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>46</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>48</b>



## INTRODUÇÃO

Um dos grandes desafios atuais das autoridades antitrustes no Brasil e no mundo é combater os comportamentos potencialmente anticompetitivos de sociedades empresárias tradicionais e consolidadas nos diversos setores do mercado em relação aos agentes de denominados como *mavericks*.

Frente a tecnologias disruptivas, que trazem uma série de inovações para seus respectivos setores, as grandes corporações se veem desafiadas a inovar de forma suficientemente eficaz, caso não queiram que sua fatia no mercado seja retirada por novos e pequenos agentes econômicos.

Buscando evitar isso, muitas delas se utilizam de estratégias e ações que, num primeiro momento, não são nocivas à livre concorrência, ou configuram ilícitos de forma imediata, mas que ao serem minuciosamente analisadas podem revelar condutas anticoncorrenciais.

No setor bancário brasileiro temos as startups<sup>1</sup> *fintechs*<sup>2</sup>. As Startups são sociedades empresárias que buscam explorar novos modelos de negócio para criar e desenvolver produtos e serviços, fundando novos nichos de mercado. Elas se caracterizam pelo desenvolvimento em cenários de incerteza e em condições de investimento instáveis, com capital humano reduzido e estrutura enxuta. Suas atuações estão geralmente associadas ao uso de tecnologia, tendo em vista os baixos custos associados à disponibilização de serviços através de plataformas digitais em comparação com unidades físicas.

As *fintechs*, por sua vez, são sociedades empresárias que se utilizam de tecnologia para criar mecanismos inovadores no mercado financeiro, oferecer serviços diversificados, com foco no ambiente virtual, sem os custos que as estruturas dos bancos tradicionais apresentam, fugindo dos modelos de agências físicas, tão conhecidos e replicados pelo mundo. Com esse modo diferenciado de oferecer seus serviços, elas proporcionam aos seus clientes, de forma

---

<sup>1</sup> No artigo o que é uma Startup elaborado pelo SEBRAE (2014), temos que Startups podem ser sintetizadas como “um grupo de pessoas à procura de um modelo de negócios repetível e escalável, trabalhando em condições de extrema incerteza”, como é possível.

<sup>2</sup> O relatório “How Fintech is shaping Financial Services”<sup>2</sup>, a PwC (2016) vai defini-las nos seguintes termos: “FinTech is a dynamic segment at the intersection of the financial services and technology sectors where technology-focused start-ups and new market entrants innovate the products and services currently provided by the traditional financial services industry.”

rápida e dinâmica, um expressivo número de serviços, por preços mais baixos e com trâmites menos burocratizados e, conseqüentemente, mais acessíveis.

Levando em conta a eficiência no serviço prestado e a facilidade de contratação, essas empresas vão ganhando espaço rapidamente na oferta de serviços determinados, ao passo que começam a preocupar outros agentes do mercado. Por óbvio, é esperada alguma reação dos incumbentes do setor financeiro frente à atuação desses novos entrantes. Os grandes bancos, que monopolizam o mercado financeiro nacional e convivem quase que em perfeita harmonia, se veem ameaçados e logo se movimentam para preservar sua clientela.

Diante deste cenário mercadológico, busca-se compreender as reações das instituições financeiras tradicionais frente à atuação desses agentes e indicar um caminho a seguir no sentido de preservação da concorrência e promoção do bem-estar dos consumidores.

Num primeiro momento, é necessário que se apresente o sistema financeiro nacional e mercado de crédito no Brasil.

Em seguida, é necessário entender os conceitos de startups, disrupção, *fintechs* e *mavericks*. Isto porque só é possível entender a dinâmica desse mercado e responder o porquê de certos fenômenos acontecerem com esses conceitos bem definidos. Neste ponto serão abordados os diferenciais trazidos por esses agentes ao mercado.

A partir da análise dos impactos desses agentes no setor a resposta dos bancos tradicionais será apresentada, no sentido de compreender em que medida estes podem se valer de condutas enquadradas como infração à ordem econômica e outras que, a princípio não configuram ilícito antitruste, com vistas a preservar lugar no mercado.

## **1. PRECEDENTE: O SISTEMA BANCÁRIO PÓS 1994 E A ATIVIDADE BANCÁRIA**

Para entender o objeto do presente trabalho é preciso localizar em que arcabouço normativo e regulatório as relações jurídicas e econômicas aqui analisadas se desenvolvem e se aplicam.

A disciplina a ser tratada aqui localiza-se dentro do direito econômico e do direito bancário, sendo perpassada por questões de ordem consumeristas e empresariais.

Desse modo, faz-se necessário descrever o sistema financeiro nacional, com o foco no sistema bancário, dentro do recorte temporal pós 1994, considerando que a partir da reestruturação promovida pelo plano real modificaram-se as bases das relações econômicas no Brasil e que é nessa e por essa configuração econômica que as dinâmicas atuais se desenvolvem de tal modo.

O Sistema Financeiro Nacional (SFN), conforme definição<sup>3</sup> do Banco Central do Brasil e delimitação legal nos termos do art. 192 da Constituição Federal e da Lei nº 4.595, de 31 de Dezembro de 1964 é formado por um conjunto de instituições que buscam promover o desenvolvimento econômico e social através da intermediação entre credores e tomadores de recursos.

Nos termos do artigo 1º da Lei 4.594/64, compõem o Sistema Financeiro Nacional brasileiro o Conselho Monetário Nacional, o Banco Central do Brasil, o Banco do Brasil S. A., o Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico - BNDES e as demais instituições financeiras públicas e privadas.

A partir da apresentação desta composição é possível compreender que o SFN engloba o sistema bancário, mas não se resume a ele. A atividade bancária é apenas uma das que se desenvolvem dentro deste sistema, tendo em vista que complementarmente existem em seu

---

<sup>3</sup> “O Sistema Financeiro Nacional (SFN) é formado por um conjunto de entidades e instituições que promovem a intermediação financeira, isto é, o encontro entre credores e tomadores de recursos. É por meio do sistema financeiro que as pessoas, as empresas e o governo circulam a maior parte dos seus ativos, pagam suas dívidas e realizam seus investimentos.”. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/sfn>. Acesso em: 23 de Set. de 2021.

interior o sistema de seguros privados e o mercado de capitais, conforme esclarece Bruno Miragem<sup>4</sup>:

“Atualmente, é possível afirmar que o Sistema Financeiro Nacional tem sua arquitetura institucional formada por três setores específicos, que se inter-relacionam: o sistema bancário, o sistema de seguros privados e o mercado de capitais. A rigor, o sistema bancário, por ser o instrumento de mobilização e circulação de recursos financeiros, assume papel central. Essa arquitetura institucional, de sua vez, organizou-se especialmente sob os auspícios do planejamento econômico governamental do final da década de 1960, por intermédio do Plano de Ação Econômica de Governo (1964-1966), cujo objetivo era o de controle da inflação mediante diversas ações, entre as quais a promoção de reformas institucionais, as quais levaram à disciplina do sistema financeiro e seus diplomas legislativos principais. Nesse contexto se encontram tanto a Lei 4.595/1964, que instituiu o Sistema Financeiro Nacional e disciplina a atividade bancária, quanto a Lei 4.728/1965, que disciplinou o mercado de capitais (posteriormente complementada pela Lei 6.385/1976, que criou a Comissão de Valores Mobiliários), assim como o Dec.-lei 73/1966, que instituiu o Sistema Nacional de Seguros Privados e disciplina a atividade securitária no País.”.

Para o presente trabalho, no entanto, são as demais instituições financeiras mencionadas no art. 1º que terão relevância maior, tendo em vista que são elas que englobam os bancos e as fintechs, agentes principais na dinâmica concorrencial a ser analisada.

Nos termos do art.17 da Lei 4.595/64 as chamadas “demais instituição financeiras” são definidas como “as pessoas jurídicas públicas ou privadas, que tenham como atividade principal ou acessória a coleta, intermediação ou aplicação de recursos financeiros próprios ou de terceiros, em moeda nacional ou estrangeira, e a custódia de valor de propriedade de terceiros.”.

Integram este grupo de instituições os bancos; as sociedades de crédito, financiamento e investimento; as sociedades de crédito imobiliário; as cooperativas de crédito; as companhias hipotecárias; as agências de fomento; as associações de poupança e crédito; as sociedades de crédito ao microempreendedor; os correspondentes bancários e as fintechs.

Considerando o escopo do presente trabalho, se faz necessário apresentar e explicar a atividade desenvolvida especificamente pelos bancos e pelas fintechs.

---

<sup>4</sup> MIRAGEM, Bruno. **Direito Bancário**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 9. ed. rev., atual. e ampli, 2017. pp. 38-39.

## 1.1. O Sistema Bancário Brasileiro

O sistema bancário brasileiro é composto por instituições financeiras de direito público ou privado, os bancos, cuja função principal é o exercício da atividade bancária.

Considerando inexistir uma definição legal do que sejam bancos, a doutrina e jurisprudência enquadram uma instituição financeira nesta categoria a partir do exercício da atividade bancária, que segundo prescreve Bruno Miragem, é:

“(...) uma função essencial na economia contemporânea, de organizar – diante do fluxo de relações econômicas – a circulação e guarda de moeda, assim como a intermediação de crédito, considerando que o sistema econômico depende prioritariamente dessa atividade de circulação de crédito, que viabiliza a circulação e geração de riquezas.”

Assim, de modo geral, bancos são instituições financeiras especializadas em realizar a intermediação entre poupadores e devedores, exercer a guarda dos montantes a serem negociados no setor bancário e promover o crédito.

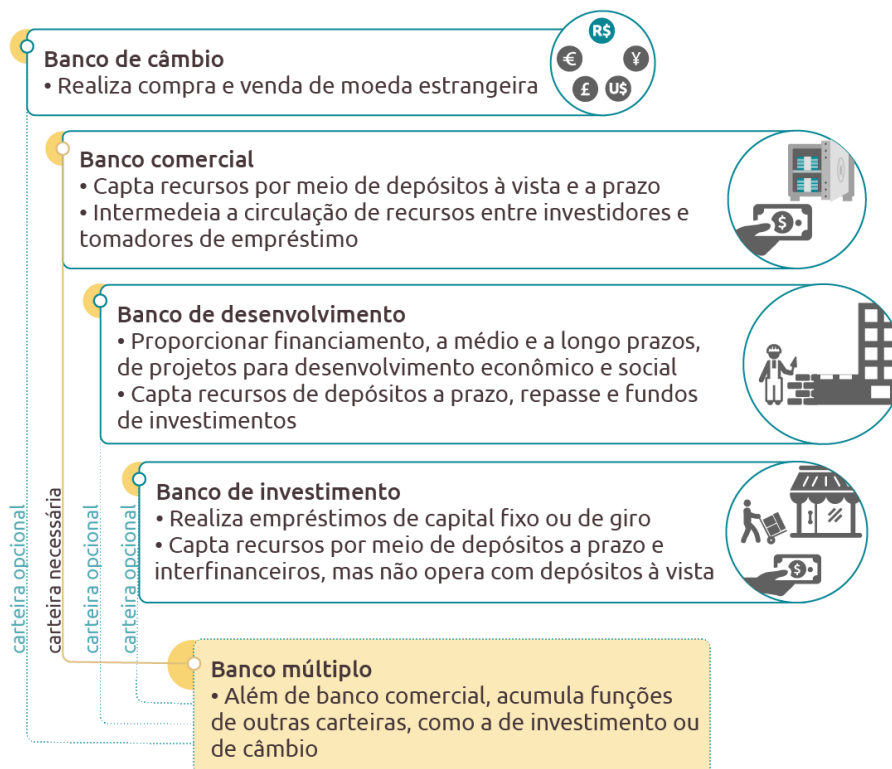
Frisa-se, conforme alerta o autor, que essas atividades têm peculiaridades e nem sempre sua realização compõe o que a técnica bancária e as conceituações jurídicas classificam como atividade bancária.

Estas instituições, que devem obrigatoriamente ser sociedades anônimas, nos termos do artigo 25 da Lei 4.595, se dividem em: bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento e bancos de câmbio, conforme esquema<sup>5</sup> abaixo.

---

<sup>5</sup> Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/estabilidadefinanceira/bancoscaixaseconomicas>. Acesso em: 10 de Out. de 2021.





No entanto, nos importa prioritariamente as atividades realizadas pelos bancos comerciais, considerando que é neles que se desenvolvem o grande volume de operações de intermediação financeira e promoção do crédito, pano de fundo da discussão aqui proposta.

É no interior do sistema bancário que ocorre a intermediação financeira, através das denominadas operações fundamentais: a concessão de crédito e a de depósito. Estas são as principais atividades desenvolvidas pelos bancos e *fintechs* aqui consideradas.

## **2. O SISTEMA BRASILEIRO DA CONCORRÊNCIA E A COMPETÊNCIA DO CADE**

Considerando que o cerne do presente trabalho são os possíveis efeitos anticoncorrenciais das condutas empreendidas por instituições financeiras consolidadas frente a ascensão de *fintechs* de crédito, é fundamental entender como se estabelecem as relações concorrenciais por ele reguladas e como se estrutura e funciona o Sistema de Defesa da Concorrência Brasileiro (SBDC) - o responsável por analisar, julgar e sancionar (esta última função sendo compartilhada com o judiciário) os agentes econômicos.

Para isso, apresentar-se-á o sistema europeu e americano de defesa da concorrência, dos quais o sistema brasileiro extraiu as bases de seu modelo que pode ser considerado híbrido.

Com a prévia observação de como funcionam esses dois modelos, é possível apresentar a estrutura do sistema brasileiro e as duas formas de análise antitruste que realizamos, qual seja o controle de estrutura e de condutas.

Considerando que a atividade bancária e o mercado financeiro são mercados de atuação dos agentes econômicos considerados neste trabalho, se impõe a apresentação da celeuma – hoje mais pacificada – existente entre o órgão regulador BACEN e da autoridade antitruste brasileira, o CADE.

### **2.1. Direito europeu e direito americano: o que é infração à ordem econômica?**

Antes de tudo, é preciso esclarecer que o sistema brasileiro sofreu relevantes influências da tradição estadunidense e europeia para definir o que são as chamadas infrações à ordem econômica.

Neste sentido, cumpre apresentar brevemente os critérios utilizados por esses dois microsistemas antitruste, com os quais o sistema brasileiro será comparado posteriormente.

Primeiramente, o sistema europeu estabeleceu seu padrão de análise de condutas anticoncorrenciais sob o paradigma da regra da razão ou do ilícito por objeto.

No artigo 101<sup>6</sup> do Tratado sobre o Funcionamento da União Europeia (TFUE), estabeleceu-se que seriam proibidos todos os acordos entre empresas, bem como todas as decisões de associações entre elas e todas as práticas concertadas que fossem **potencialmente** capazes de afetar o comércio entre os Estados-Membros e que tivessem como objetivo ou efeito impedir, restringir ou falsear a concorrência no mercado interno.

De outro modo, o sistema americano, apoiado sobre a égide do Sherman Act estabelece como ilícito todo ato ou acordo que restrinja o comércio e proíbe a dominação de mercado (Forgioni, 2016). Os americanos baseiam-se, assim, na análise da conduta a partir da regra per se. Desse modo, a conduta em si já representa um ilícito concorrencial, sem necessidade de comprovação de seus efeitos reais.

Em linhas gerais, o direito comunitário atenta-se aos efeitos das condutas na concorrência e o modelo norte-americano na conduta em si, previamente caracterizada como lesiva à concorrência.

## 2.2. SBDC e o modelo brasileiro de caracterização de violações antitruste

---

<sup>6</sup> The following shall be prohibited as incompatible with the internal market: all agreements between undertakings, decisions by associations of undertakings and concerted practices which may affect trade between Member States and which have as their object or effect the prevention, restriction or distortion of competition within the internal market, and in particular those which: (a) directly or indirectly fix purchase or selling prices or any other trading conditions; (b) limit or control production, markets, technical development, or investment; (c) share markets or sources of supply; (d) apply dissimilar conditions to equivalent transactions with other trading parties, thereby placing them at a competitive disadvantage; (e) make the conclusion of contracts subject to acceptance by the other parties of supplementary obligations which, by their nature or according to commercial usage, have no connection with the subject of such contracts. 2. Any agreements or decisions prohibited pursuant to this Article shall be automatically void. 3. The provisions of paragraph 1 may, however, be declared inapplicable in the case of: - any agreement or category of agreements between undertakings, - any decision or category of decisions by associations of undertakings, - any concerted practice or category of concerted practices, which contributes to improving the production or distribution of goods or to promoting technical or economic progress, while allowing consumers a fair share of the resulting benefit, and which does not: (a) impose on the undertakings concerned restrictions which are not indispensable to the attainment of these objectives; (b) afford such undertakings the possibility of eliminating competition in respect of a substantial part of the products in question.

Apresentados os dois modelos referência no mundo acerca da defesa da concorrência, passemos a apresentação do sistema nacional e do critério de enquadramento de uma conduta como lesiva à concorrência adotada pelo Brasil.

Criado em 1984 e atualmente estruturado a partir da Lei 12.529/2011, o Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência – SBDC é composto pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda, nos termos do art. 3º<sup>7</sup>.

No entanto, é o CADE quem tem centralidade no funcionamento e na atuação do SBDC, sendo ele o foco de nossa análise aqui.

De acordo com o art. 5º da Lei 12.529/2011, CADE é formado pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica, pela Superintendência-Geral e pelo Departamento de Estudos Econômicos.

Estes órgãos são responsáveis por juntos exercer as três<sup>9</sup> funções da autarquia, quais sejam: preventiva, repressiva e educativa.

Entre suas competências podemos frisar que a Superintendência-Geral é responsável pela apuração e investigação de infrações à ordem econômica; o Tribunal Administrativo de Defesa Econômica julga condutas denunciadas como anticompetitivas e aprecia processos de atos de concentração e o Departamento de Estudos Econômicos responde pela elaboração de estudos e pareceres econômicos que auxiliam na atuação do Conselho.

Há, ainda, a Procuradoria-Geral do CADE que tem como função a defesa da posição do órgão sobre determinado tema e de seus interesses quando judicializadas determinadas questões.

---

<sup>7</sup> Art. 3º O SBDC é formado pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE e pela Secretaria de Acompanhamento Econômico do Ministério da Fazenda, com as atribuições previstas nesta Lei.

<sup>8</sup> Art. 5º O Cade é constituído pelos seguintes órgãos: I - Tribunal Administrativo de Defesa Econômica; II - Superintendência-Geral; e III - Departamento de Estudos Econômicos.

<sup>9</sup> A função preventiva diz respeito ao controle atos de concentração que presumem-se como impactantes no mercado analisado, de acordo com os parâmetros do art. 88 da Lei 12.529/2011, a função repressiva versa sobre o combate às infrações à ordem econômica, definidas a partir do art. 36 da Lei 12.529/11 e a função educativa engloba o incentivo e fomento a cultura da concorrência, a partir da orientação da sociedade e dos atores que atuam no SBDC, sejam estes entes públicos ou privados, acerca das boas práticas concorrenciais.

Conforme esclarecido quando da apresentação do sistema norte-americano e europeu de defesa da concorrência, a forma de caracterização dos ilícitos antitruste de um sistema de defesa da concorrência é fundamental para seu entendimento.

Da análise feita pelo legislador quando da elaboração do art. 36 da Lei 12.529/2011 é possível identificar, como bem explanou Forgioni (2017), que o sistema brasileiro ganha contornos híbridos. Isto porque, incorporamos em nosso sistema a possibilidade de caracterização de ilícitos antitruste em função dos efeitos e em função da prática de condutas especificadas na lei, por presunção de seus efeitos anticoncorrenciais.

### 2.3. Conflito de competência BACEN e CADE

Conforme, esclarecido no Brasil o Estado é responsável por ditar as regras gerais e fazer as interferências necessárias na ordem econômica de modo a manter um ambiente saudável e livre para a atuação dos agentes, incentivando e promovendo a concorrência como bem jurídico, evitando essencialmente o abuso de poder econômico.

Em mercados regulados, de um modo geral, a autoridade da concorrência brasileira pode enfrentar um conflito de atribuições caso existam sobreposições de competências. Frente a isso, é possível questionar-se quem seria o responsável por cuidar da competência nestes setores, as agências reguladoras tendo em vista sua especialidade no mercado e/ou o CADE, considerando sua atribuição de guardião geral da concorrência no Brasil.

Conflitos de outros setores a parte, o modelo adotado pelo Brasil no mercado financeiro constitui caso importante de demonstração da importância do Conselho no Brasil. Isto porque, a previsão constitucional de que lei específica deveria regular a fiscalização no mercado financeiro e o entendimento de diversas autoridades<sup>10 11</sup> indicaria a competência apenas do BACEN.

---

<sup>10</sup> BRASÍLIA. Superior Tribunal de Justiça. Resp .1094218 Relator: Min. ELIANA CALMON. Brasília, 28 de agosto de 2010. Disponível em: [https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=915164&num\\_registro=200801736771&data=20110412&formato=PDF](https://processo.stj.jus.br/processo/revista/documento/mediado/?componente=ITA&sequencial=915164&num_registro=200801736771&data=20110412&formato=PDF). Acesso em: 03 jul. 2022.

Frisa-se, a competência em discussão envolve o controle de atos de concentração de instituições financeiras e controle repressivo.

Em 2001 no parecer GM-020 a Advocacia Geral da União (“AGU”) se manifestou no sentido de seria apenas o BACEN competente para analisar os atos de concentração que envolvesse instituições integrantes do sistema financeiro nacional, em razão da competência firmada na Lei nº 4.595/64. Desse modo, não poderia o CADE atuar as sociedades que não submetessem operações à sua análise.

À época o CADE havia imposto sanção aos bancos Bradesco S.A. (“Banco Bradesco”) e o Banco Crédito Nacional S.A. (“BCN”) por não terem notificado uma operação onde a primeira instituição adquiriu o controle acionário da segunda, fato que foi judicializado, sob a alegação de incompetência da autarquia.

Em sede judicial a questão ainda não foi resolvida, estando o caso aguardando julgamento no Supremo Tribunal Federal (STF), após o Superior Tribunal de Justiça (STJ) ter entendido pela competência exclusiva do BACEN.

No entanto, em 2017 CADE e do BACEN criaram um Grupo de Trabalho, contando com integrantes de cada autarquia, para análise da concorrência no setor financeiro e a partir disso firmaram um acordo de cooperação.

Esta cooperação foi formalizada em 2018, através do Memorando de Entendimento fixou-se o procedimento de análise de processos administrativos de controle de atos de concentração e a apuração de infrações à ordem econômica quando envolverem instituições financeiras.

No âmbito do controle preventivo, o memorando estabeleceu que a aprovação de atos de concentração deve passar pelo crivo das duas autarquias e que ambas devem aprová-las.

---

<sup>11</sup>BRASÍLIA. Advocacia Geral da União. Parecer AGU Nº GM-20, de 28 de março de 2001. Disponível em: <https://www.gov.br/agu/pt-br/assuntos-1/Publicacoes/cartilhas/ConsolidacaodePareceresVinculantesatualizacao.pdf>, Acesso em: 03 jul. 2022

Em relação ao controle de condutas anticoncorrenciais, a análise competirá apenas ao CADE, devendo BANCEN colaborar com informações necessárias a devida apuração dos casos.

Dessa forma, embora pendente de análise pelo judiciário, espontaneamente as autarquias fizeram a divisão de suas funções em relação ao controle de condutas e de estrutura no mercado financeiro e vêm atuando conjuntamente desde então. A título exemplificativo, os órgãos atuaram juntos na aprovação com restrições da operação envolvendo a compra de parte do capital social da XP Investimentos pelo Itaú<sup>12</sup> em 2017 e da aquisição da EasyInvest pela Nubank em 2021<sup>13</sup>.

---

<sup>12</sup> Disponível em: <http://antigo.cade.gov.br/noticias/cade-autoriza-com-condicoes-participacao-do-itauno-capital-da-xp>. Acesso em 11/05/2022.

<sup>13</sup> Disponível em: <https://g1.globo.com/economia/noticia/2021/05/04/banco-central-aprova-aquisicao-da-easyinvest-pelo-nubank.ghtml>. Acesso em 16/05/2022.

### 3. A CONCORRÊNCIA DINÂMICA E A CONCORRÊNCIA ESTÁTICA

Os mercados que envolvem o uso de tecnologia têm imposto desafios à análise jurídica em diversos ramos do direito. Não seria diferente quando tratamos do direito concorrencial.

Considerando os setores que atuam diretamente ou a partir de inovações tecnológicas e no universo digital, as peculiaridades começam desde o início da análise antitruste. A definição de mercado relevante é diretamente afetada pelas singularidades da dinâmica desses setores, fato que já impacta no processo de definição de mercado relevante seja na dimensão de produto ou territorial. A própria Comissão Europeia<sup>14</sup> reconheceu em um estudo sobre a era digital que neste contexto a definição de mercado relevante, mas não só ela, é um dos desafios das autoridades antitruste.

A partir disso, muito é discutido sobre qual seria a maneira adequada de promover a análise antitruste de casos que se inserem no contexto de inovação tecnológica, quais os critérios de análise mais condizentes com a realidade dos setores e como devem atuar as autoridades antitruste.

E, ao lado dos critérios de análise antitruste, está a interpretação do que é a dinâmica concorrencial e como ela ocorre. De que maneira os agentes se superam e como o fazem. Qual conceito de concorrência é utilizado para análise antitruste.

Ainda, no recorte de empresas tecnológicas que apresentam comportamentos disruptivos neste setor, a análise antitruste precisa ser feita considerando a potencialidade de aumento de competição a partir da atuação deles. E, assim, como sugeriu a Conselheira Cristiane Alckimin no caso Itaú/XP Investimentos<sup>15</sup>, é possível que a análise da concorrência estática não dê conta de aspectos importantes.

---

<sup>14</sup> “In the digital world, market boundaries might not be as clear as in the “old economy”. They may change very quickly. Furthermore, in the case of multisided platforms, the interdependence of the “sides” becomes a crucial part of the analysis whereas the traditional role of market definition has been to isolate problems. Therefore, we argue that, in digital markets, we should put less emphasis on analysis of market definition, and more emphasis on theories of harm and identification of anti-competitive strategies. (...). Disponível em: <https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419345enn.pdf>. Acesso em: 05/07/2022.

<sup>15</sup> “O problema antitruste, volto a enfatizar, não deve focar apenas nas supostas concentrações horizontais ou verticais dos produtos oferecidos atualmente pelas Requerentes como, em geral, sugere que seja feita a análise antitruste estática tradicional. (...)”



Diante do impacto causado pelo critério de análise utilizado para analisar casos que envolvam agentes disruptivos em setores tecnológicos e altamente concentrados como o de serviços financeiros, apresentar-se-á os conceitos de concorrência dinâmica e concorrência estática, conforme a seguir. Desse modo, será possível apresentar o panorama geral da análise antitruste em mercados convencionais e em mercados onde a disrupção se apresenta.

### 3.1. Concorrência Estática

A análise antitruste de maneira predominante se baseia na aplicação do conceito de concorrência estática, que deriva da visão tradicional da concorrência apoiada na centralidade da relação entre estrutura, conduta e desempenho.

Neste contexto, há como premissa a redução dos preços e dos custos, com conseqüente aumento nos lucros, para que agentes de mercado superem uns aos outros. A capacidade de otimizar desempenho em aspectos referentes aos preços tornará um agente melhor que os demais.

Essa análise voltada aos aspectos de eficiência econômica tem como referencial o conceito de concorrência perfeita. Tal parâmetro de análise já pode ser questionado em ambientes em constante inovação, como no ecossistema digital. Visto que não seria um parâmetro de análise adequado para enfrentar questões relacionadas a tecnologia.

*As killer acquisitions* – um tipo de aquisição empresarial realizada por grandes empresas, onde estas, com o objetivo de interromper ciclos de inovação que podem colocar em risco suas posições em determinado mercado, adquirem pequenas e tecnológicas empresas – em mercados digitais já colocam em cheque os critérios da análise antitruste tradicional para dar conta do cenário competitivo em mercados com dinâmicas mais complexas.

### 3.2. Concorrência dinâmica

Desenvolvida por Schumpeter, a concorrência dinâmica consiste na ideia de que a inovação desempenha papel central no processo de concorrência entre os agentes em determinados mercados. Assim, as empresas concorreriam entre si a partir de seus esforços de

diferenciação, onde haveria “destruições” e construções constantes, onde monopólios surgiriam e seriam depostos a cada ciclo de inovação.

Neste sentido, vale ressaltar a visão do autor expressa em seu livro *Capitalismo, Socialismo e Democracia* (1942), conforme abaixo:

“Na realidade capitalista, e não na descrição contida nos manuais, o que conta não é este tipo de concorrência [via preços, em condições de produção e demanda dadas], mas a concorrência de novas mercadorias, novas técnicas, novas fontes de suprimento, novo tipo de organização (a unidade de controle na maior escala possível, por exemplo) – a concorrência que determina uma superioridade decisiva no custo ou na qualidade e que fere não a margem de lucros e a produção de firmas existentes, mas seus alicerces e a sua própria existência. Tal tipo de concorrência é muito mais eficaz do que o outro, da mesma maneira que é mais eficiente bombardear uma porta do que arrombá-la (...).

Essa visão se contrapõe a ideia tradicional, da concorrência estática, que relaciona a concorrência a uma ideia estruturalista do mercado e que se preocupa principalmente com questões relacionadas ao preço.

A aplicação da teoria tradicional da concorrência para mercados onde atuam agentes em constante inovação, como tem sido o mercado financeiro com a entrada das *fintechs* e *Mavericks*, não se mostra satisfatória.

Quando falamos de fusões e aquisições em mercados que envolvam agentes que trazem consigo tecnologias que fazem pressão competitiva<sup>16</sup>, mas onde não haja concentração de mercado que justifique a proibição de uma operação a concorrência dinâmica se apresenta como critério potencialmente mais adequado de análise. Isto porque, a operação pretendida pode inibir um processo de inovação que modificaria ou está em curso de modificar o funcionamento de um mercado e a oferta de determinado produto ou serviço.

---

<sup>16</sup> Cumpre lembrar o caso Siemens VDO, onde a empresa foi acusada de Sham Littigation contra a entrante Seva Engenharia Eletrônica S.A.. Na ocasião, a Siemens via sua posição no mercado de tacógrafos ameaçada pela concorrente, tendo em vista que a Seva inseriu no mercado nacional tacógrafos digitais fazendo frente aos tacógrafos analógicos da empresa. Para preservar sua posição, a Siemens iniciou uma cruzada no judiciário alegando que a entrante não estaria cumprindo normas regulatórias para o produto. Com isso, a Siemens tentou impor barreiras a entrada da Seva, fato que interromperia um ciclo de disrupção no mercado de tacógrafos brasileiro, se não fosse denunciada à autoridade antitruste. O CADE condenou à Siemens ao pagamento de multa de 1% de seu faturamento do ano anterior.

Destaca-se que esse entendimento encontra apoio<sup>17</sup> da OCDE, que recomenda que em mercados onde há disrupção, as autoridades antitrustes devem fazer uma análise refinada e cuidadosa de modo a não interromper ciclos de inovação que oxigenam os mercados.

---

<sup>17</sup> Competition Committee da OCDE. *Key Points of the Hearing on Disruptive Innovation*. Paris: OCDE. Maio/2017. Disponível em: <[https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M\(2015\)1/ANN8/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M(2015)1/ANN8/FINAL/en/pdf)>. Acesso em 06 julhp de 2022.

## 4. AGENTES DISRUPTIVOS E CONTROLE SOCIAL

### 4.1. Agentes disruptivos: fintechs e mavericks

Para identificar o comportamento de um agente econômico como disruptivo ou não, é preciso, inicialmente, compreender o que é disrupção. A partir dessa compreensão será possível fazer esse enquadramento sem equívocos e confusões teóricas.

O conceito de inovação disruptiva foi alçado pelo professor de Harvard, Clayton Christensen, em seu artigo “Disruptive Technologies: Catching the Wave”<sup>18</sup>, publicado pela Harvard Business Review em 1995.

Em “What is Disruptive Innovation?”, Christensen retoma o conceito por ele formulado, chamando atenção para os possíveis equívocos na aplicação dele, analisando o advento do Uber e o surgimento da Netflix e indicando se eles são ou não disruptivos em alguma dimensão.

Ao longo de seu trabalho<sup>19</sup>, o autor retoma o conceito de disrupção nos apresentando indicativos do que seria um player disruptivo. No seguinte trecho ele condensa pontos fundamentais para esse processo de identificação:

“Disruption” describes a process whereby a smaller company with fewer resources is able to successfully challenge established incumbent businesses. Specifically, as incumbents focus on improving their products and services for their most demanding (and usually most profitable) customers, they exceed the needs of some segments and ignore the needs of others. Entrants that prove disruptive begin by successfully targeting those overlooked segments, gaining a foothold by delivering more-suitable functionality—frequently at a lower price. Incumbents, chasing higher profitability in more-demanding segments, tend not to respond vigorously. Entrants then move upmarket, delivering the performance that incumbents’ mainstream customers require, while preserving the advantages that drove their early success. When mainstream customers start adopting the entrants’ offerings in volume, disruption has occurred.”

---

<sup>18</sup> BOWER, J. L.; CHRISTENSEN, C. M. Disruptive Technologies: Catching the Wave. *Harvard Business Review* 73, no. 1, p. 43–53, 1995. Disponível em: <<https://hbr.org/1995/01/disruptive-technologies-catching-the-wave>>. Acessado em: 20 de nov. 2021.

<sup>19</sup> CHRISTENSEN, C. M.; RAYNOR, M.E.; MCDONALD, R. What Is Disruptive Innovation? *Harvard Business Review*. 2015. Disponível em: < <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation>>. Acesso em: 19 de dez. 2021.

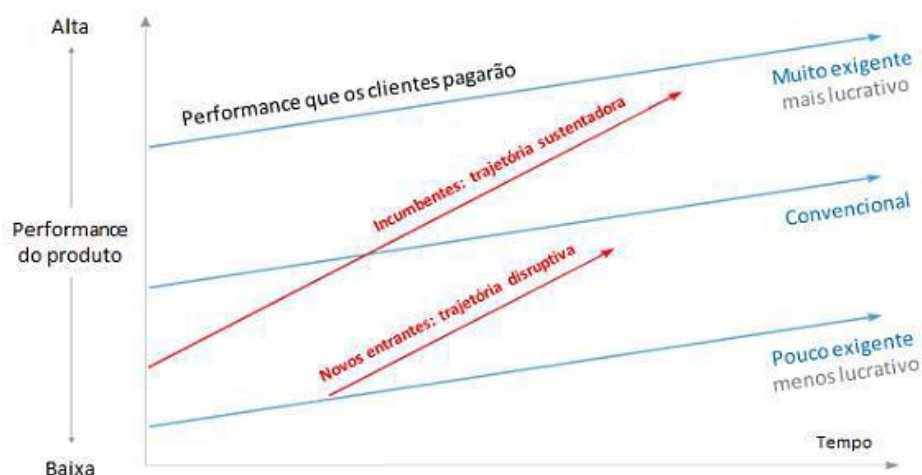
Alguns pontos importantes dessa descrição precisam ser destacados, vejamos: 1) Disrupção tem a ver com empresas menores; 2) Disruptores dispõem de menos recursos; 3) Empresas com inovação disruptiva entregam funcionalidades mais adequadas – frequentemente a um preço mais baixo. Essas três características são delineadas, respectivamente, em contraponto ao porte, capital e preços dos chamados operadores históricos.

Neste sentido temos, ainda, que Christensen<sup>20</sup> (2015) entende a inovação disruptiva como um processo e os players disruptivos se ocupam em obter um modelo de negócio inovador e não necessariamente um produto ou serviço fixo.

Esses agentes entrantes começam suas atuações com uma experiência de pequena escala, sendo considerados pelos incumbentes como inferiores e incapazes de se desenvolver e se manter no mercado. Isso se dá muitas vezes em razão do tempo considerável que eles podem levar para despontar no setor escolhido e/ou por se instalarem em segmentos esquecidos, seja por serem embrionários ou por apresentarem aparente baixa rentabilidade

Quando enfim despontam, de acordo com o autor, esses agentes vão tomando inicialmente a participação de mercado dos players tradicionais e posteriormente alcançam fatias de seus lucros e de sua clientela mais exigente.

O gráfico abaixo, adaptado do artigo “What Is Disruptive Innovation?”, demonstra matematicamente a dinâmica descrita por Christensen.



Fonte: Adaptado do artigo “What Is Disruptive Innovation?”. Publicado na Harvard Business Review, 2015.

Para corroborar com a compreensão do que se define como disrupção, temos as contribuições do Relatório “Key Points of the Hearing on Disruptive Innovation”<sup>21</sup> da Organization for Economic Cooperation and Development (OCDE).

De acordo com o documento, apesar de não existir consenso acerca do conceito de disrupção, existem duas características essenciais que se repetem nas discussões sobre o tema e que se tornam relevantes, sendo elas: 1) As inovações disruptivas têm potencial para alterar drasticamente os mercados e o seu funcionamento; e 2) Não só implicam em um novo produto ou processo, como também podem implicar na emergência de um novo modelo empresarial. Essa última característica está também no discurso de Christensen, tendo em vista sua afirmação de que agentes disruptivos não focam meramente na elaboração de um produto ou serviço e sim na criação de um modelo de negócio disruptivo.

O relatório traz, então, uma série de características intrínsecas à atuação disruptiva a fim de auxiliar o enquadramento de um agente como disruptor. Dentre elas estão as seguintes: 1) Ganho de escala rapidamente, tendo em vista a distribuição de serviços pela internet ou tecnologias móveis; 2) Proporcionar aos clientes novas maneiras de satisfazer uma demanda

<sup>21</sup> OECD. Key Points of the Hearing on Disruptive Innovation - Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M\(2015\)1/ANN8/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M(2015)1/ANN8/FINAL/en/pdf). Acessado em 29 de fev. 2019.

não atendida (por exemplo, introduzindo um novo produto) ou mal recebida (por exemplo, introduzindo um novo canal de distribuição); 3) Atuações substancialmente benéficas ao consumidor, tendo em vista a pressão competitiva que exercem, e; 4) A ameaça às empresas e aos modelos de negócios estabelecidos, reduzindo ou destruindo suas participações de mercado. De acordo com a OCDE, é possível indicar se há disrupção na atuação ou nos produtos e serviços oferecidos por uma determinada empresa através desses quatro pontos listados.

Conclui-se então que empresas disruptivas atuantes nos mais diversos segmentos da indústria trazem inovação em produtos, serviços e/ou em modelos de negócio. Em regra, quando uma empresa traz disrupção através de modelo de negócio, ela revoluciona um setor, ditando os rumos a serem tomados pelos operadores históricos e pelos entrantes. Estes últimos vão enxergar a atuação dela como o ponto de partida, enquanto os incumbentes, já consolidados, ajustar-se-ão para competir e continuar no mercado.

No que diz respeito às fintechs, o relatório “How Fintech is shaping Financial Services”<sup>22</sup>, a PwC (2016) vai defini-las nos seguintes termos:

“FinTech is a dynamic segment at the intersection of the financial services and technology sectors where technology-focused start-ups and new market entrants innovate the products and services currently provided by the traditional financial services industry.”

Já o autor Patrick Schueffel, em seu trabalho “Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech”<sup>23</sup>, dedicado a sintetizar as diversas definições e conceitos elaborados sobre o termo fintech existentes na literatura, propôs a seguinte definição: “Fintech is a new financial industry that applies technology to improve financial activities”.

Segundo ele, essa conceituação serve apenas de denominador comum de orientação e, eventualmente, não servirá a todos os estudiosos da área e nem abrangerá todas as circunstâncias existentes.

---

<sup>22</sup> PwC Global FinTech Report. Relatório. How Fintech is shaping Financial Services. Disponível em: <<https://www.pwc.com/id/en/financial-services/fs%20publication/FinTech%20Global%20Report.pdf>>. Acessado em 12 dez. 2021.

<sup>23</sup> Schueffel, P. (2016), "Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech", Journal of Innovation Management Schueffel, 4(4), P. 32. Disponível em: <<https://journals.fe.up.pt/index.php/IJMAI/article/viewFile/322/221>>. Acessado em: 12 dez. 2021.

A despeito das divergências sobre a definição, há consenso sobre essas empresas, no que tange as suas formas de atuação e potenciais resultados. Para a maioria esmagadora dos teóricos no assunto, as *fintechs* surgem para, através da tecnologia e de seu comportamento potencialmente disruptivo, modificar o ecossistema do setor financeiro e impulsionar a inovação, alterando intensamente a estrutura competitiva desse setor.

Com suas novas formas de transacionar e de se relacionar com os clientes, características de startups, as *fintechs* introduzem alternativas para a realização de operações envolvendo crédito, débito e investimentos, alterando determinados segmentos do setor financeiro, como, por exemplo, a indústria do pagamento. Esse segmento viu a presença de *fintechs* aumentar significativamente nos últimos anos no Brasil, simplificando profundamente os trâmites de compra e venda de seus usuários.

O relatório “Inovação e Competição: novos caminhos para a redução dos spreads bancários (custos e margens da intermediação financeira)”<sup>24</sup>, da Comissão de Assuntos Econômicos do Senado Federal - CAE, nos dirá que no setor bancário as *fintechs* “(...) criam novos modelos de negócios, em áreas como conta corrente, cartão de crédito e débito, empréstimos pessoais e corporativos, pagamentos, investimentos, seguros e criptomoedas” e estão vivendo um momento particularmente promissor no Brasil. Entre as *fintechs* que oferecem esse serviço, podemos ressaltar os players PayPal e Mercado Pago, que já são utilizados em larga escala no mercado brasileiro.

Apesar dessas características, nem toda *fintech* é necessariamente um *maverick*, já que podem apresentar pouca ou nenhuma disrupção em seu modelo de negócio, não proporcionando ganhos substanciais para o mercado e para os consumidores. Para fazer o enquadramento de uma *fintech* como *maverick* é necessário, antes de tudo, compreender o que significa esse conceito.

---

<sup>24</sup> CAE – Comissão de Assuntos Econômicos. Inovação e Competição: novos caminhos para a redução dos spreads bancários (custos e margens da intermediação financeira). Brasília, 2018. Disponível em: <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento/download/a9f02ad9-86f8-4271-84a9-3e143daae6e>. Acessado em: 10 dez. 2021.



Com o intuito de nortear os operadores do direito concorrencial na identificação de *mavericks*, o Guia de Atos de Concentração<sup>25</sup> do CADE os definiu da seguinte forma:

“Empresas *mavericks* são aquelas que apresentam um nível de rivalidade do tipo disruptivo. Geralmente são empresas com um baixo custo de produção e uma baixa precificação que força os preços de mercado para baixo ou empresas que se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento em que atuam. Nesse sentido, sua presença independente no mercado pode disciplinar os preços das empresas com maior market share”.

Essas empresas – chamadas de dissidentes pelas agências antitruste americanas (DOJ e FTC) – apresentam a capacidade, como bem afirmou a Superintendência-Geral (SG) no parecer elaborado na análise do ato de concentração da operação Itaú/XP, “(...) de influenciar a concorrência em termos dinâmicos, ou seja, alterar a configuração do mercado em um curto espaço de tempo” e, em regra, apresentar comportamento revolucionário na precificação, já que não seguem as mesmas tendências que seus concorrentes.

No trabalho intitulado “*Identifying a Maverick: When Antitrust Law Should Protect a Low-Cost Competitor*”<sup>26</sup> Owings (2013) indica, fazendo referência à teoria da inovação disruptiva de Christensen<sup>5</sup>, que estes *players* tem potencial de derrubar os agentes dominantes de um mercado, tendo em vista a incapacidade destes de reproduzirem práticas disruptivas, dada a cultura e sistema de gestão de negócios que eles adotam. Ainda nas palavras do autor, as características do incumbentes os tornam “inherently inhospitable to disruptive strategies”.

Para Owings (2013), na empreitada de definir um maverick os operadores do direito, da economia e da administração deverão observar a teoria da inovação disruptiva, apresentada acima, chamando atenção para três características intrínsecas a essa categoria de empresas: 1) A atuação desses *players* utilizará uma nova tecnologia ou modelo de negócio; 2) Apresentam preços significativamente reduzidos na oferta de seus produtos e serviços; e 3) Não tendem a praticar atos colusivos de coordenação tácita, dado seu comportamento essencialmente divergente dos *players* tradicionais.

<sup>25</sup> CADE. Guia de Atos de Concentração Horizontal. Disponível em: <[http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias\\_do\\_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view](http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view)>. Acessado em: 25 de fev. 2019.

<sup>26</sup> Owings T.M., (2013), “Identifying a Maverick: When Antitrust Law Should Protect a Low-Cost Competitor”, Vanderbilt Law Review, volume 66, issue 1, pp.323-354. Disponível em: [https://wp0.vanderbilt.edu/lawreview/wp-content/uploads/sites/89/2013/01/Owings\\_66\\_Vand\\_L\\_Rev\\_323.pdf](https://wp0.vanderbilt.edu/lawreview/wp-content/uploads/sites/89/2013/01/Owings_66_Vand_L_Rev_323.pdf). Acessado em: 23 de dez. 2021.

## 4.2. Condutas anticompetitivas empreendidas contra agentes disruptivos no setor financeiro: jurisprudência do CADE

### 4.2.1. Caso Itaú versus XP

O caso envolvendo o Itaú Unibanco S.A. e a XP Investimentos consistiu na aquisição de participação acionária pelo Itaú, maior instituição bancária privada brasileira, de arquitetura fechada, que segue um modelo tradicional de negócio, verticalizado e com oferta de produtos cativos, no capital social da XP, uma empresa de plataforma aberta de distribuição de produtos de investimento, com características disruptivas, que tem comandado o processo de desbancarização nacional.

Como é sabido, a etapa inicial de qualquer análise antitruste é o processo de definição do mercado relevante, tanto na dimensão de produto quanto na geográfica. Neste caso, o mercado relevante de produto englobou os seguintes serviços: corretagem de valores; gestão de recursos de terceiros; administração de recursos de terceiros, previdência privada, distribuição de produtos de investimento para o varejo, seguros de: (i) vida; e (ii) habitacional e corretagem de seguros, enquanto o mercado relevante geográfico restou analisado em escopo nacional.

As sobreposições entre os serviços e produtos ofertados pelos dois players foram identificadas nos seguintes mercados: corretagem de valores; gestão de recursos de terceiros; administração de recursos de terceiros; distribuição de produtos de investimentos - varejo; e corretagem de seguros. Ao passo que as integrações verticais foram identificadas no: reforço de integração entre a atividade de gestão de recursos de terceiros do Itaú e de distribuição de produtos de investimentos da XP; reforço de integração vertical entre a atividade de emissão de títulos bancários pelo Itaú e a de distribuição de produtos de investimentos pela XP; reforço de integração vertical entre a atividade de previdência privada do Itaú e a de distribuição de produtos de investimentos da XP; reforço de integração vertical entre as atividades de gestão de recursos de terceiros e administração de recursos de terceiros, exercidas por ambas as partes; e reforço de integração vertical entre a atividade de seguros (vida e habitacional) do Itaú e a de corretagem de seguros da XP.

A proposta da operação foi da aquisição de 49,9% do capital social da XP Investimentos pelo Itaú, representando apenas 30,1% do capital votante. Essa porcentagem é passível de aumento progressivo, tendo em vista a possibilidade de o Itaú adquirir paulatinamente mais ações na XP, dada às previsões do Acordo em Controle de Concentrações (ACC) firmado no caso. A tabela abaixo demonstra em que tempo e em que proporções podem se dar essas aquisições acionárias no futuro.

<b>ANO</b>	<b>% CAPITAL SOCIAL DA XP</b>	<b>% CAPITAL VOTANTE DO ITAÚ</b>
2018	49,9 %	30,0 %
2020	62,4 %	40,0 %
2022	74,9 %	49,9 %

Importante ressaltar que esses percentuais foram um dos pontos sensíveis da operação, sendo necessário, na opinião da ex-Conselheira Cristiane Alkmin, levá-los em consideração para a análise holística da aquisição, tendo em vista que o mero fato da participação acionária do Itaú ser minoritária não garantiria que eventuais estratégias anticompetitivas fossem praticadas por ele. Para ela, o maior banco privado do país comprar uma *fintech* que vem revolucionando o sistema financeiro, atuando como verdadeiro *maverick* e levando consigo os clientes (de vários segmentos, inclusive da categoria Personalité) e funcionários dele, deveriam deixar a autoridade antitruste e todo o mercado em alerta redobrado.

A operação Itaú/XP acabou por recolocar no centro do debate concorrencial as possíveis consequências de operações M&A (fusões e aquisições) entre instituições do sistema financeiro nacional, como bem elucidou o Voto-Relator do Conselheiro Paulo Burnier na ocasião.

Essa discussão leva em conta, ainda, como bem lembrou este Conselheiro, os reflexos das transformações no setor bancário, que a partir de uma série de operações de fusões e aquisições, acabou por se concentrar ainda mais ao redor de 5 grandes bancos: Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal, Itaú Unibanco, Bradesco e Santander.

Essa alta concentração no setor foi reconhecida pelo Banco Central, que no Relatório de Economia Bancária (REB) indicou que em 2016 o Brasil esteve entre os países com sistemas bancários mais concentrados do mundo, além de ser aquele com taxa de

concentração mais elevada entre as nações emergentes, de acordo com o Banco de Compensações Internacionais (BSI)<sup>27</sup>.

Em regra, a alta concentração num mercado tende a tornar-se difícil o acesso a ele pelos novos entrantes. Para analisá-lo, então, é primordial que não percamos de vista o grau de contestabilidade que ele apresenta.

Segundo Oliveira e Rodas (2013)<sup>28</sup>, contestabilidade diz respeito ao efeito inibidor exercido em um mercado pelos agentes consolidados sob novas firmas, a partir do abuso do poder de mercado. Para definir o grau de contestabilidade de um mercado é necessário que se identifique as barreiras à entrada existentes nele.

Num mercado bancário concentrado como o brasileiro não é difícil identificar a existência de uma série de barreiras que dificultam o ingresso de novos *players*, como por exemplo, a assimetria de informação e os elevados custos de produção. Todavia, através de inovação e tecnologia, *fintechs Mavericks* como a XP Investimentos acessam o mercado bancário, furando tanto as barreiras legais regulatórias quanto as de economias de escala e de escopo, obtendo êxito em sua atuação.

Quando esses tipos de empresas adentram nos mercados, acabam ficando vulneráveis às atuações anticoncorrenciais dos incumbentes, sendo responsabilidade da autoridade antitruste resguardar que o processo de inovação e baixa de preços que elas inauguram não seja interrompido.

O CADE, a partir das análises realizadas no mercado e no melhor entendimento de seus conselheiros e de sua superintendência, decidiu de forma quase unânime por não interferir rigorosamente no mercado no Caso Itaú/XP.

O arrefecimento da pressão competitiva exercida pela XP e as barreiras à entrada resultantes da operação não foram suficientes para que no entendimento do CADE a operação devesse ser reprovada. Os mitigadores dos problemas concorrenciais previstos no Voto do

---

<sup>27</sup> BACEN. Relatório de Economia Bancária 2017. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomibancaria/REB\\_2017.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomibancaria/REB_2017.pdf)>. Acessado em: 27 de fev. 2019.

<sup>28</sup> OLIVEIRA, G.; RODAS, J. G. Direito e economia da concorrência. 2. ed ver. E atual. -- São Paulo, Revista dos Tribunais, 2013.

Conselheiro-Relator, serão, no entendimento da autarquia, suficientes para impedir danos à concorrência e ao consumidor.

Desse modo, sob a alegação de que a operação não transferiria o controle da XP para o Itaú e que aquele *player* continuaria gozando de autonomia em sua atuação, realizou-se a aprovação da aquisição de um *Mavericks* reconhecido, pioneiro no processo de desbancarização nacional, pelo maior banco privado do país, com ACC comportamental de singelos cinco anos.

#### 4.2.2. Caso Nubank versus Bradesco, Itaú, Santander, Caixa Econômica e Banco do Brasil

Em março de 2017, a Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) iniciou um Procedimento Preparatório para apurar uma denúncia por infração à ordem econômica oferecido contra os 5 maiores bancos do país: Bradesco, Itaú, Santander, Caixa Econômica e Banco do Brasil.

O representante neste caso era a *fintech* Nu Pagamentos S.A. (“Nubank”), considerada no início de 2022 o banco mais caro da América Latina – posto que foi perdido na sequência para o Itaú.

Na ocasião, a Nubank alegou que as referidas instituições financeiras estavam exercendo seu poder de mercado de maneira abusiva, com vistas a impor barreiras a sua atuação no mercado de cartões de crédito, o que configuraria os ilícitos definidos nos incisos I e IV do art. 36 da Lei nº 12.529/2011.

Conforme esclarece a Nota Técnica nº 12/201829 da Superintendência-Geral do CADE, em sua denúncia a Nubank atribuiu ao grupo de bancos as seguintes condutas: 1. negativar, cancelar e impor barreiras à contratação e utilização da função "Débito Automático", 2. Dificultar ou restringir totalmente o acesso a informações essenciais (identificação de remetente de recursos); 3. Impor dificuldades para contratação com credenciadoras; 4. Dificultar contratação de banco liquidante; 5. Realizar lobby para se

---

<sup>29</sup> CADE. Nota técnica nº 24 da Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, Procedimento Preparatório. Requerentes: Nu Pagamentos S.A, Brasília, 2017.

“autoprejudicar” e resistência para implementação de regulamentação que promove o ambiente mais competitivo; 6. Assédio (solicitation) a funcionários estratégicos do Representante; e 7. Colusão.

Dentre as práticas denunciadas, a SG entendeu existir indícios de infração<sup>30</sup> à ordem econômica e deu seguimento a investigação com base na possível violação do artigo 36, I, II e IV, §3º, incisos III, IV, V, X, XI e XII da Lei nº 12.529, de 2011, conforme estabeleceu a Nota Técnica nº 12/2018/CGAA2/SGA1/SG/CADE.

Entre as defesas apresentadas pelos bancos destaca-se 1. Incompetência do CADE por se tratar de conflito de natureza privada e 2. Ausência de posição dominante. No primeiro caso, levantado pela Caixa e pelo Bradesco, a preliminar foi rejeitada considerando que, segundo a SG, “(...) ficou evidenciado que os Representados detêm posição dominante em seus mercados relevantes de débito automático e foram ponderados ao longo dessa Nota Técnica os potenciais efeitos negativos à concorrência das condutas dos Representados (doc. SEI nº 0604872, em especial, mas não somente, no item V.3), e concluiu-se que tais condutas podem produzir algum dos efeitos descritos nos incisos I a IV do caput do artigo 36 da Lei nº 12.529, de 2011, em indicativo da possibilidade das condutas constituírem infração à ordem econômica.(...)”. Em relação a alegação de inexistência de posição dominante, trazida pelo Santander, a SG se manifestou esclarecendo que “(...) em casos de condutas unilaterais, frise-se que a definição do mercado relevante e a aferição do poder de mercado de um representado figuram como elementos instrumentais à análise a ser efetuada por esta SG, variando de importância a depender do mercado relevante analisado no caso concreto (...)” e que “(...) se os efeitos da prática (como aumentos de preços, por exemplo) são verificados diretamente no mercado, estando o âmbito material e geográfico da conduta razoavelmente evidentes, não há sentido em se detalhar minuciosamente as fronteiras do mercado relevante, a partir de testes formais.”. Por fim, a SG esclarece que “(...) quer seja como mercado de dois lados, quer seja como mercado com mensuração similar ao de depósitos à vista, associado à dominância

---

<sup>30</sup> A SG entendeu existir a possibilidade de os bancos denunciados terem incorrido nas condutas de: “Recusa à contratação, cancelamento ou imposição de barreira com preços discriminatórios quanto ao serviço de débito automático, em relação a todos os Bancos Representados e Recusa à contratação ou restrição de acesso a informações essenciais, quanto ao serviço denominado extrato *intraday* (ou produto similar), em relação aos bancos Bradesco, Itaú e Santander”, conforme Nota Técnica nº 12/2018/CGAA2/SGA1/SG/CADE.

coletiva, esta SG apresentou elementos indicativos na referida Nota Técnica que, a seu juízo, apontam para o poder de mercado dos Representados em geral, incluindo o Santander.”.

Até o presente momento o caso não foi julgado pelo Tribunal Administrativo do CADE. No entanto, é possível perceber a tendência no entendimento da SG de que houve por parte dos bancos tradicionais uma conduta potencialmente anticoncorrencial contra a fintech Nubank que tem atuado de maneira consistente em mercados de dominância destes bancos, fazendo pressão competitiva sobre suas posições de mercado.

## **5. O DIREITO POSITIVO APLICADO PELA AUTORIDADE BRASILEIRA NOS MERCADOS DE INOVAÇÃO DO SETOR BANCÁRIO**

### **5.1. O dever ser da autoridade antitruste**

Considerando as condutas narradas acima e o entendimento de que agentes tradicionais, frente ao ingresso de agentes disruptivos em setores por eles dominados, podem apresentar comportamentos anticoncorrenciais, resta verificar qual o papel da autoridade antitruste.

Tendo em vista que no Brasil a livre concorrência é um princípio constitucionalmente previsto e que se constitui como base da ordem econômica brasileira e que é papel da autoridade antitruste coibir, antes de tudo, o abuso do poder econômico, entende-se pelo papel central do CADE no combate as condutas anticoncorrenciais que visem distorcer o livre funcionamento de um mercado.

Diante da competência geral do CADE para processar ilícitos antitruste e realizar o controle de estruturas que possam causar danos à concorrência, somada a competência fixada pela divisão estabelecida no Memorando de entendimento firmado entre o Conselho e o BACEN, entende-se pela necessidade de uma atuação contundente da autoridade no mercado financeiro.

O caso Itau/XP evidenciou uma conduta conservadora do CADE e do BACEN que optaram por interferir pouco na operação. No entanto, o Bacen chamou atenção para a necessidade de se olhar atentamente para o poder de interferência do Itau no *modus operandi* do *maverick*.

Embora tenha entendido que a operação é pró-competitiva e se converteria em benefícios ao consumidor, fato melhor analisado posteriormente, o Bacen entendeu que limitações de ordem políticas eram necessárias, de modo que o Itaú – uma instituição tradicional – não interferisse no processo decisório de um agente disruptivo e com potencial de alterar significativamente o mercado de atuação.



Conforme esclareceu estudo especial<sup>31</sup> elaborado pela própria autarquia:

Sopesados os riscos e os benefícios, o BCB entendeu que a operação reunia condições de ser aprovada. Desde que impostas medidas compensatórias a fim de mitigar os riscos de prejuízo à concorrência (...). A medida compensatória primordial foi garantir que o investimento do Itaú Unibanco na XP Corretora carregaria direitos políticos limitados. Com isso, garante-se o acesso da adquirida a uma fonte adicional de financiamento, **mas preserva-se também sua independência decisória, fator crucial para a manutenção da concorrência.**

Destaca-se, ainda, que a preocupação da autoridade recaiu sobre a autonomia do *maverick*, de modo a preservar seu poder de alteração do status quo do setor que se instalou e sua capacidade de pensar e repensar o modo de ofertar determinado serviço, mesmo que isso signifique impor às instituições tradicionais obstáculos para dominação do mercado:

Nessa linha, as medidas adotadas buscam assegurar que a XP Corretora **preserve sua autonomia perante o Itaú Unibanco, para que possa prosseguir contestando as estruturas clássicas de oferta de produtos de investimento, calcadas em plataformas fechadas mantidas por grandes instituições financeiras bancárias, e ofertando opções adicionais aos consumidores de tais produtos.**

A atuação da autoridade antitruste no que tange a controle de estruturas envolvendo *fintechs* e bancos tradicionais é atualmente objeto de discussão no Brasil e no mundo.

O caso Itaú/XP serve muito bem para elucidar os conflitos e dilemas que permeiam a interferência dos órgãos defesa da concorrência nesse mercado (como em vários outros). Na ocasião da análise do caso, entre as alegações trazidas pelos conselheiros havia o argumento de que a aprovação faria retroceder ou paralisaria o incipiente processo brasileiro de desbancarização, bem como representaria uma tentativa do Itaú de eliminar seu concorrente potencial. Em outro sentido, na defesa da aprovação, alguns conselheiros advogaram pelas eficiências da operação e o não poder de controle do Itaú sob a XP (dado o número de ações adquiridas e o que estas representavam no capital votante da empresa), prezando assim pela não intervenção no mercado.

---

<sup>31</sup> BACEN. Estudo Especial nº 47/2019, 2018. Disponível em: [https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE047\\_Ato\\_de\\_concentracao\\_Itau\\_Unibanco\\_XP\\_Investimentos.pdf](https://www.bcb.gov.br/conteudo/relatorioinflacao/EstudosEspeciais/EE047_Ato_de_concentracao_Itau_Unibanco_XP_Investimentos.pdf). Acesso em: 10/05/2022.

Este último posicionamento, defendido pela maioria dos conselheiros, foi compartilhado pelo Conselheiro Relator Paulo Burnier, realizadas as devidas ressalvas. Em seu voto ele alegou que:

“(…) as transformações na dinâmica concorrencial, provocadas pelo novo modelo de negócios iniciado pela XP no Brasil, merecem atento acompanhamento por parte do CADE. **Eventuais intervenções estatais devem ser consideradas com cautela, pois o mercado está em atual e constante transformação.**”.

Grifo nosso

A importância da XP no processo de desbancarização nacional foi reconhecida no anexo do parecer técnico 24<sup>32</sup> da Superintendência-Geral do CADE, que concluiu pela aprovação da operação, onde é possível ler em diversos trechos o reconhecimento do papel essencial exercido pela *Fintech Maverick* e os perigos de uma aprovação irrestrita para sua continuidade.

“(…) está em curso no mercado brasileiro um movimento de “desbancarização”, ou seja, a emergência de novos players que ofertam produtos e serviços de investimentos antes ofertados apenas pelos bancos tradicionais, ou disponíveis apenas para segmentos de altíssima renda ou clientes institucionais. Nesse movimento, a XP é considerada um first mover e protagonista. Ademais, a XP vem crescendo por meio da conquista de clientes dos bancos tradicionais, provocando a evasão de grandes quantias antes aplicadas nessas instituições, que então migram para sua plataforma multiproduto em busca de retornos mais vantajosos e custos menores.

“(…) a SG entende que a competição exercida pela XP tem trazido ganhos de bem-estar para o consumidor final, com a oferta de mais produtos, de melhor qualidade e a custos menores que os concorrentes do sistema bancário, e, portanto, o foco de atenção da análise se volta exatamente para o risco de que essa competição disruptiva seja amenizada ou mesmo eliminada.”

Uma das reportagens<sup>33</sup> citadas neste documento, de onde se extraem os seguintes trechos, evidencia um pouco a acertada preocupação com o possível desvirtuamento dessa e de outras operações que envolvam *fintechs*:

---

<sup>32</sup> CADE. *Anexo Parecer 24 da Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica*, Ato de concentração 08700.004431/2017-16. Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Brasília, 2018

<sup>33</sup>SAMOR, G.; VIRI, N. Por que o Itaú deveria comprar a XP. **Brazil Journal**, Rio de Janeiro. 2017. Disponível em: <https://braziljournal.com/por-que-o-itaú-deveria-comprar-a-xp>. Acessado em 18 de mar. 2022.

“O Itaú Unibanco **deveria comprar a XP Investimentos antes do seu IPO, tirando do mercado um concorrente cujo crescimento tem incomodado os bancos.**”

“(…) Para o Itaú, **um acordo com a XP eliminaria uma importante incerteza competitiva para os próximos anos, no momento em que os bancos começam a se preocupar com as fintechs** e o próprio Itaú trabalha para ficar mais leve”;

Grifo nosso

Um dos riscos de operações envolvendo bancos tradicionais e empresas consideradas *mavericks* é justamente que se trate, na verdade, de uma tentativa de sufocar e tirar do mercado um *player* que conduz aquele setor a um novo horizonte, de custos mais baixos, menos burocrático e com uma forma de fazer e/ou comercializar aquele produto ou serviço.

Nesse sentido escreveu a ex-conselheira Cristiane Alkmin em seu artigo “*O CADE na era digital dos Jetsons*”<sup>34</sup>:

“(…) **não é difícil verificar a estratégia de empresas “velhas”, já estabelecidas e em geral grandes, de comprarem empresas “novas” rivais, que competem com elas em algum segmento específico, dispondo de tecnologia disruptiva, acesso a um banco de dados mais abrangente e contando com capital humano mais jovem e mais aguerrido** (...). É por essa razão que se tem observado que, ao terem seus market shares reduzidos devido à competição ferrenha e destemida das novatas, **as empresas velhas preferem – ao invés de investir em novas tecnologias e em capital humano – retirar este competidor agressivo do mercado via aquisição.**”

Grifo Nosso

Importante ressaltar que nem todo movimento dos bancos frente às *fintechs* ganha contornos anticoncorrenciais, já que é intrínseco a dinâmica da economia de mercado que seus *players* se preocupem com a perda de clientela e então criem estratégias legítimas para manter seus respectivos *market share*.

---

<sup>34</sup>ALKIMIN, Cristiane. O CADE na era digital dos Jetsons. Jota. São Paulo. 2017. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-da-cristiane-alkmin/o-cade-na-era-digital-dos-jetsons-26102017>. Acessado em: 23 de fev. 2022.

O seguinte trecho da Conselheira Polyanna Villanova em seu Voto-Vogal<sup>35</sup> quando da análise do caso Itaú/XP no Tribunal do CADE, confirma com esta ressalva:

“(…) Quando uma inovação disruptiva é inserida em um setor, **as empresas que já atuam no mercado tendem a adotar algumas práticas em resposta a essa movimentação**, destacando-se, para o presente caso, a decisão do *player* em adquirir parte ou integralmente a empresa que insere essa tecnologia inovativa.”

Grifo Nosso

Esclarecido isto, é necessário retomar o ponto inicial. Tendo em vista a possibilidade de atuação dos agentes de mercado fora dos limites impostos pelo ordenamento jurídico brasileiro, no que tange a livre concorrência, o CADE, quando da elaboração de seu Guia de Atos de Concentração, previu entre os elementos a serem analisados nos atos de concentração, a eliminação de *Mavericks*. A autoridade antitruste brasileira reconheceu neste documento, seguindo a tendência internacional, que os operadores tradicionais de um determinado setor frente a concorrentes com inovação disruptiva poderiam deturpar o objetivo dos atos de concentração horizontal de modo a preservar o *status quo* do segmento em que atuam e, conseqüentemente, seus lucros e posições privilegiadas.

No cenário do setor bancário nacional, onde poucas instituições mantêm suas fatias de mercado em perfeita sintonia, é ainda mais esperado que eles desejem reagir de modo definitivo frente a novos entrantes disruptivos.

Esses eventuais comportamentos anticompetitivos dos agentes, com vistas à manutenção do *modus operandi* setorial, são previstos e resta ao órgão antitruste trabalhar para evitá-los e/ou neutralizá-los de forma eficaz.

No Voto-Vogal da Conselheira Polyanna<sup>18</sup>, citado anteriormente, ela enuncia qual será o papel do órgão defensor da concorrência neste cenário:

“(…) Nessa situação, o papel da autoridade antitruste será analisar os efeitos pró- e anticompetitivos nesse setor, o que não é trivial quando se está falando de mercados tecnológicos, em decorrência do seu dinamismo. De

---

<sup>35</sup>CADE. *Voto da conselheira Polyanna Ferreira Silva Vilanova*. Ato de concentração **08700.004431/2017-16**. **Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Brasília, 2018.**

acordo com os estudos da OCDE[4], o impacto concorrencial desse tipo de cenário não é tão claro e, por essa razão, deve ser verificado caso a caso.”.

A OCDE no Relatório “*Key Points of the Hearing on Disruptive Innovation*”, já citado, apresenta quais são os possíveis comportamentos de incumbentes frente aos entrantes disruptivos. O documento ressalta, ainda, que o comportamento desses agentes de mercado sofrerá variações a depender da jurisdição a que estão subordinados e do setor em que atuam.

As três possíveis reações desses agentes de mercado, segundo a organização, são as seguintes: 1) Inovar para competir. Os incumbentes trariam para o mercado novos serviços e produtos, com melhoramento de preço e qualidade, buscando manter seu espaço a partir de uma competição por mérito. Esse cenário é, obviamente, o ideal; 2) Adaptação ou aquisição. Neste caso os incumbentes se associariam de alguma maneira aos entrantes, de modo a absorver parte de sua tecnologia e assim manter sua posição de mercado. Este cenário demandaria atuação da autoridade antitruste para identificar os efeitos positivos e negativos para a concorrência, já que os ganhos em eficiência e a possibilidade de exercício de poder de mercado precisariam ser analisados a partir do controle de estruturas; 3) Ações exclusionárias. A pior hipótese de atuação de todas é esta, já que consiste na utilização pelos incumbentes de barreiras regulatórias e/ou intervenção das autoridades antitruste para impedir a atuação regular do entrante.

O caso Itaú/XP encaixa-se no item 2, “adaptação ou aquisição”, da relação acima. Em regra, concentrações horizontais não constituem ilícito anticoncorrencial. Elas são permitidas pelo nosso ordenamento, desde que passem pelo crivo da nossa autoridade antitruste. Entretanto, como bem ressaltou a OCDE, as autoridades antitruste devem estar atentas para que não se trate de uma conduta anticompetitiva mascarada, que acaba por esconder a intenção de eliminação de um concorrente em potencial. Como bem ressaltou a ex-Conselheira Cristiane Alkmin, na ocasião de seu voto<sup>36</sup> no ato de concentração nº 08700.004860/2016-11 envolvendo BM&FBOVESPA e CETIP:

“(…) Não se pode fechar os olhos para o fato de que um concorrente potencial disciplina o incumbente e que esta operação, ao eliminar os

---

<sup>36</sup> CADE. *Voto da conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt. Ato de concentração 08700.004860/2016-11. Requerentes: BM&FBOVESPA S.A e CETIP S.A., Brasília, 2017.*

principais competidores em potencial, “aperta mais ainda as já muito apertadas amarras”.

A partir da fala da conselheira podemos concluir que a autoridade antitruste não deve, quando tem oportunidade, permitir que em um mercado com fortes e históricas barreiras à entrada, *players* tradicionais engulam paulatinamente seus concorrentes potenciais. A permanência de *Mavericks* e outros agentes inovadores deve ser assegurada, sob pena de estagnação da inovação, aumento dos preços e baixa concorrência real no setor em que eles atuem. E, além disso, não deve a autoridade antitruste permitir a utilização de um instrumento – atos de concentração horizontais – para dar aparência de legalidade e legitimidade a atuações desse tipo.

Neste mesmo sentido leciona Owings (2013) quando no tópico “The Antitrust Agencies should use the disruptive innovation test to define a *Maverick Firm*” escreveu que:

“(…) When regulators or courts observe a firm with a large market share and an established brand trying to acquire a low-cost competitor, they should look to the theory of disruptive innovation to determine if the low-cost competitor must remain independent to constrain coordination in the industry. If they identify a disruptive innovator, they should apply the label of “maverick” and employ the presumption of anticompetitive.”

Para o autor, assim como para a Conselheira Cristiane Alkimin, a aquisição de um agente disruptivo por um operador histórico tem efeitos anticoncorrenciais no mercado. Isso porque, para eles, o resultado de uma aquisição nesse contexto é a perda das características disruptivas desse entrante, o que modificará o baixo preço praticado por ele até então e consequentemente a pressão competitiva que ele exercia sobre o mercado.

Para elucidar o item três dos possíveis comportamentos de agentes de mercado frente a *players* disruptivos é interessante analisar a atitude dos bancos no que diz respeito ao compartilhamento de dados com outros agentes de mercado.

No artigo intitulado “*Fintech, access to data, and the role of competition policy*”<sup>37</sup>, Simonetta Vezzoso analisa a Diretiva de Serviços de Pagamento Revisada<sup>38</sup> elaborada na Europa no que diz respeito ao gerenciamento de dados no mercado de serviços de pagamento.

Logo na introdução, a autora indica que examinará como a diretiva se comporta frente a dois problemas enfrentados pelos agentes do setor financeiro europeu: a assimetria de informação e a fraca concorrência.

Para isso, ela salienta a existência de duas variáveis determinantes para o impacto de uma *fintech* no sistema financeiro: o grau de inovação tecnológica que ela utiliza e oferta aos seus clientes e as características do sistema regulatório, no que diz respeito as adaptações que ele sofre para atender as especificidades desse tipo de *player*.

“(…) Two main variables are likely to determine the impact of Fintech on the financial value chain. First, the degree to which products and processes are transformed as a result of technological innovation<sup>8</sup> and, second, current developments in the regulatory framework. This Paper focuses on the second variable, and in particular on that part of the PSD2 that allows third parties to access customer’s account data upon the latter’s consented.”

No tópico “The PSD2, fintech, and access to account” a autora delimita dois serviços ofertados por *fintechs* que serão atravessados pelas resoluções dessa nova diretiva, os serviços de pagamento eletrônico e consultoria (*account information services providers*). Salientando a dependência que esses *players* possuem da disponibilidade de dados das contas bancárias de seus usuários, ela aponta para o primeiro comportamento potencialmente anticoncorrencial das instituições bancárias tradicionais.

Antes de abordar esse comportamento anticompetitivo, é imperioso que se explique como são os dois serviços prestados pelas *fintechs* acima indicados.

---

<sup>37</sup> Vezzoso, Simonetta. **Fintech, Access to Data, and the Role of Competition Policy** (January 22, 2018). In V. Bagnoli (Ed.), *Competition and Innovation*, São Paulo: Scortecci, 2018. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3106594>. Acessado em: 9 mar. 2022.

<sup>38</sup> Directive (Eu) 2015/2366 of The European Parliament and of The Council. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=EN>. Acessado em: 26 de mar. 2022.

A dinâmica de utilização dos serviços das *fintechs* de pagamento eletrônico é a seguinte: o usuário dos serviços da *fintech* contrata com determinado comerciante e requer a realização da transferência de fundos de sua conta para a dele. Para que a operação se realize é necessário que a *fintech* acesse a conta deste usuário junto a um banco tradicional, obtendo automaticamente os dados bancários dele.

Já no caso das *fintechs* de serviço de informação sobre contas – consultoria –, o usuário busca na contratação um panorama especializado e externo de sua situação financeira. Através da coleta de informações das contas vinculadas a este usuário, a *fintech* poderá consolidar os dados de forma mais inteligível e menos enviesada que os bancos tradicionais, indicando quais as necessidades específicas e escolhas mais adequadas para o perfil financeiro daquele indivíduo.

Importante ressaltar que a possibilidade de compreender melhor os serviços e produtos oferecidos neste mercado, através do compartilhamento de dados com os clientes e com os agentes que eles assim permitem, impactaria positivamente a experiência dos consumidores nesse setor. No seguinte trecho, Vezzoso (2018) aduz isto:

“It is widely acknowledged that the financial industry, and the payment sector in particular, is fraught with significant problems. In the following we will focus on two main areas of concern: information asymmetry and competition. The first area of concern attains to well-documented information (and behavioural) issues. It has been amply demonstrated that consumers find it generally difficult to evaluate financial products correctly. Not only many products are inherently complex, but consumers’ decisions are affected by a whole range of biases. (...) Moreover, customers are often unaware that, contained in the price of a financial product, there is also what she pays for the “advisory service” in the form of higher prices or commissions earned by the bank. It is also quite apparent that the bank’s incentives to provide sound advice are significantly reduced when its commission is contingent on the sale of certain products.”

Dessa forma, resta evidente que as atuações das *fintechs* nesses casos estão complementando e substituindo os operadores tradicionais na prestação dos serviços de consultoria e pagamentos eletrônicos. Tal fato, quando reconhecido pelas instituições bancárias, logicamente desencadeia uma reação com vistas a preservar suas clientelas.



Como fazer então para manter a dependência do cliente e evitar que ele migre, mesmo que parcialmente, para prestadores de serviços alternativos? Pelo caminho mais óbvio, retendo os valiosos dados bancários. E essa retenção se dá sob diversas alegações, algumas travestidas de legalidade e comprometimento com os interesses dos consumidores. Uma das mais recorrentes é, além da proteção dos dados, a manutenção do direito à privacidade dos clientes.

Reconhecendo esses comportamentos e atuando para combatê-los, a nova Diretiva estabeleceu regras para disciplinar este cenário, como elucida Vezzoso (2018) na transcrição a seguir:

“Fintechs that provide services around electronic payments generally depend on the availability of account data. In fact, the most significant developments at the crossroads between finance and technology are directly based on innovative uses of data. Banks, however, have traditionally exercised a tight control over their clients’ account data. The PSD2 contains an obligation to provide access to certain information held by banks to facilitate the entry into the market of new payment solutions and payment-related services that have emerged during the past years.”

A autora afirma, ainda, que “the exclusive de facto control exercised by banks on their customers’ account data can harm competition and innovation in payment related markets”, confirmando a lesividade do comportamento dos bancos no que diz respeito ao desenvolvimento tecnológico e concorrencial deste setor.

Quando então um banco se recusa a conceder dados, mesmo quando autorizado pelos titulares deles, às *fintechs* fica evidente a caracterização de uma prática anticompetitiva que pode esterilizar a atuação de um *player* inovador, que traz benefícios à concorrência e aos consumidores. Por isto, nas palavras da autora italiana, temos que:

“The PSD2, by introducing the access to account rule, prevents foreclosure as the result of the banks’ refusal to deal with the Fintech companies covered by the regulation. (...) the proper functioning of the

communication interfaces between banks and Fintech companies is particularly important for achieving the objectives set by the PSD2.”

Vale ressaltar que, entre os objetivos da PSD2 está a promoção de um ambiente competitivo mais saudável no setor financeiro, para que a atuação de provedores de serviços de pagamento e de consultoria entrantes não seja bloqueada ou obstruída através de obstáculos de acesso aos fluxos de dados eventualmente impostos pelos *players* tradicionais.

O requinte técnico e complexo da Diretiva, entretanto, pode abrir espaço, como reconhece Vezzoso (2018), para atuações anticompetitivas no setor.

Entendendo isto, a Comissão Europeia indicou em comunicado à imprensa sua preocupação de que instituições bancárias praticassem condutas exclusionárias frente aos prestadores de serviços não vinculados a elas, impedindo o acesso destes aos dados bancários de seus clientes, mesmo quando autorizados. Essa prática é reflexo da posição dominante que os bancos apresentam quando detém exclusivamente os dados dos seus clientes.

Os exemplos aqui apresentados – Itaú/XP e a experiência das *fintechs* de serviços de pagamento na Europa com a PSD2 – nos permitem identificar algumas das práticas anticoncorrenciais empreendidas por operadores históricos contra os entrantes caracterizados como concorrentes potenciais.

Como dito ao longo do presente trabalho, a reação dos incumbentes frente a novos entrantes é um movimento natural do mercado, cabendo, entretanto, às autoridades antitruste e regulatória – do setor afetado – a articulação para neutralizar práticas que acarretem danos à concorrência.

Confirma isto, o conteúdo do discurso da ex-conselheira Cristiane Alkimin quando palestrou na audiência de elaboração do Relatório “*Inovação e Competição: novos caminhos para redução dos spreads bancários*”, da Comissão de Assuntos Econômicos – CAE. Na ocasião ela advogou pela reprovação no BACEN da operação Itaú/XP, já aprovada na agência de defesa da concorrência.

Diante disto, é necessário ressaltar que a análise do CADE não tem levado em consideração como critério de análise a concorrência dinâmica por inovação, fato que prejudica o interesse público nas operações de concentração. Isto porque, observar apenas o preço não é suficiente em mercados que envolve agentes tecnológicos.

Vale destacar que o CADE já foi considerado pela OCDE<sup>39</sup> um órgão que realiza pouca análise de mérito de casos envolvendo abuso de posição dominante, embora a organização reconheça relativo esforço do Conselho para refinar sua atuação no caso.

No entanto, há um interesse público por trás de uma atuação eficaz da autoridade antitruste brasileiras, tendo em vista que ao analisar a nova economia com critérios não adequados à ela, o CADE pode contribuir para a interrupção de ciclos de destruição, como diria Schumpeter.

Sendo assim, é recomendável que a autoridade brasileira caminhe no sentido de incorporar critério de análise que contemplem as peculiaridades de mercados que envolvem tecnologia.

A partir de uma análise holística por parte das autoridades antitruste, conjugada com a de outras do setor, é possível preservar a atuação de agentes de mercado com características de *Mavericks*, impedindo que sejam retiradas de mercado, sob as mais diversas alegações de seus concorrentes, principalmente através de suas aquisições, que tendem a “passar despercebidas”, dada a aparência de legalidade que carregam. É de suma importância que se preserve a independência dessas empresas, tendo em vista ser esse traço de sua atuação essencial para que elas contribuam para uma concorrência saudável nos setores em que se instalam.

---

<sup>39</sup> No relatório Revisões por Pares da OCDE sobre Legislação e Política de Concorrência, a OCDE frisou o número reduzido de casos onde o CADE adentrou no mérito da análise de abuso de posição dominante: “Desde a entrada em vigor da nova Lei de Defesa da Concorrência, as atividades do Cade contra abuso de posição dominante têm sido escassas. (...) Para além das limitações de recurso, também tem faltado no Cade a expertise analítica necessária para conduzir a rigorosa análise quantitativa exigida em casos complexos de conduta unilateral. OCDE (2019), Revisão por Pares da OCDE sobre Legislação e Política de Concorrência: Brasil, p.85-88. Disponível em <https://www.oecd.org/daf/competition/revisoes-por-pares-da-ocde-sobre-legislacao-e-politica-de-concorrencia-brasil-2019-web.pdf>. Acesso em: 05/07/2022.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Pretendeu-se neste trabalho analisar as condutas antinconcurrencias de agentes de mercado tradicionais frente a players disruptivos e a atuação da autoridade antitruste com vistas a combater essas práticas. A partir da revisão de literatura empreendida, foi possível destrinchar conceitos caros para dinâmica tecnológica do sistema financeiro e a partir das definições elaboradas por autores da área compreendeu-se o que vem a ser *disrupção*, *fintechs* e *mavericks*.

A explanação desses conceitos serviu ainda para dar dimensão do papel desempenhado pela XP Investimentos no sistema financeiro nacional e dos perigos das aquisições de players disruptivos como ela. Ao passo que, da breve análise da PSD2 europeia vislumbrou-se as condutas exclusionárias de agentes do mercado financeiro, com vistas a obstruir e impedir a atuação de *fintechs* de serviços de pagamento, que em sua atuação acabavam por complementar e substituir as instituições bancárias. E a partir desses dois casos, foi possível observar como podem ser as reações dos operadores históricos de um mercado frente a agentes tecnológicos que despontam como seus concorrentes potenciais.

Com o exame das estratégias empreendidas pelas instituições tradicionais para se defenderem dos agentes disruptores, tornou-se mandatório reforçar a fundamentalidade do papel da autoridade antitruste no controle de condutas e estruturas quando empresas *mavericks* estiverem envolvidas.

Essa atuação já é prevista de modo geral pela legislação antitruste nacional, não havendo divergências quanto a isso. Todavia, quando falamos de operações envolvendo agentes disruptivos que encabeçam processos importantes – como a desbancarização –, esse encargo ganha novos contornos. Tendo em vista essas peculiares que apresentam, é necessário que se realize uma análise holística, com elevado grau de sensibilidade, para que pontos nevrálgicos não sejam negligenciados juntamente com as nuances da atuação desses players.

O preço a se pagar, caso a autoridade não se atente a essas questões, é o sacrifício de inúmeros processos revolucionários encabeçados por estes players, bem como o dos interesses dos consumidores.

Dessa maneira, é evidente a necessidade de cautela e esforço analítico para que não se legitime e/ou dê aspecto de legalidade a atuações agressivas e anticompetitivas dos operadores de mercado consolidados. Estes que, na ânsia de protegerem suas fatias de mercado, podem desvirtuar cinicamente instrumentos e diplomas legais estabelecidos em favor dos consumidores e da concorrência. A alegação dos bancos da comunidade europeia de estarem trabalhando na proteção à privacidade de seus clientes, quando se recusavam a compartilhar dados com as fintechs de serviços de pagamento, elucida bem essas práticas.

A partir da jurisprudência resultante dessa atuação da autoridade concorrencial, espera-se que estes agentes de mercado desenvolvam a consciência de que a agência saberá compreender as particularidades e nuances desses casos, não estando disposta a fazer uma análise antitruste tradicional, por vezes pouco refinada e que não proteja de forma adequada a concorrência.

Deverá prevalecer entre eles o entendimento de que a preservação de suas posições de mercado irá depender única e exclusivamente de uma atuação diferenciada, altamente inovadora e competitiva, que responda aos anseios de seus clientes por melhores preços e interações financeiras cada vez menos burocratizadas.

O mercado bancário brasileiro precisa dessa oxigenação, precisa viver um novo momento, que pode estar tendo seu início agora. Já é possível observar a emergência de uma série de novas empresas, tecnológicas, com modelos de negócio inovadores, com material humano qualificado e jovem, buscando atender as antigas e novas necessidades dos consumidores.

Como fim precípua, a revisão de literatura realizada nesse trabalho objetivou justamente contribuir para a compreensão de que partir da atuação desses players disruptivos novos e positivos cenários e dinâmicas estão se desenvolvendo e que caberá as autoridades, dentro dos limites de suas competências, em cooperação, o trabalho de evitar que a reação agressiva dos incumbentes do setor financeiro interrompa os processos de transformação que se iniciam.

## REFERÊNCIAS

- ALKIMIN, Cristiane. O CADE na era digital dos Jetsons. Jota. São Paulo. 2017. Disponível em: <https://www.jota.info/opiniao-e-analise/colunas/coluna-da-cristiane-alkmin/o-cade-na-era-digital-dos-jetsons-26102017>. Acessado em: 23 de fev. 2019
- ARRUDA, Vivian Anne Fraga do Nascimento; PINEDO, Paula; MONDECK, Luísa Pereira. Direito Antitruste & Inovação: mercados digitais envolvendo tecnologia disruptiva e análise antitruste. In: MACEDO, Agnes et. al. (Org). Mulheres no Antitruste. v. 1. São Paulo: Editora Singular, 2018.
- BOWER, Joseph. L.; CHRISTENSEN, Clayton. M. Disruptive Technologies: Catching the Wave. *Harvard Business Review* 73, no. 1, p. 43–53, 1995.
- FORGIONI, Paula A. **Os Fundamentos do Antitruste**. São Paulo: Revista dos Tribunais, 7. ed. rev. e atual, 2014.
- MIRAGEM, Bruno. **Direito Bancário - Ed. 2019**. São Paulo: Revista dos Tribunais. Capítulo I. A ATIVIDADE BANCÁRIA E SUA REGULAÇÃO JURÍDICA. Página RB-1.1. <https://proview.thomsonreuters.com/launchapp/title/rt/monografias/99912853/v3/page/RB-1.1>
- NELSON, Abrão. **Direito bancário**. São Paulo: Saraiva Educação. **CAPÍTULO I. BACEN**. Relatório de Economia Bancária 2017. Disponível em: <[https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/REB\\_2017.pdf](https://www.bcb.gov.br/content/publicacoes/relatorioeconomiabancaria/REB_2017.pdf)>. Acessado em: 27 de fev. 2019.
- CAE – Comissão de Assuntos Econômicos. Inovação e Competição: novos caminhos para a redução dos spreads bancários (custos e margens da intermediação financeira). Brasília, 2018. Disponível em: <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento/download/a9f02ad9-86f8-4271-84a9-3e143daaae6e>. Acessado em: 23 de fev. 2019.
- CADE. Guia de Atos de Concentração Horizontal. Disponível em: <[http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias\\_do\\_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view](http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view)>. Acessado em: 25 de fev. 2019.
- CADE. Voto da conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt. Ato de concentração 08700.004860/2016-11. Requerentes: BM&FBOVESPA S.A e CETIP S.A., Brasília, 2017.
- CADE. Voto da conselheira Polyanna Ferreira Silva Vilanova. Ato de concentração 08700.004431/2017-16. Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Brasília, 2018.
- CADE. Anexo Parecer nº 24 da Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, Ato de concentração nº 08700.004431/2017-16. Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Brasília, 2018
- CHRISTENSEN, Clayton. M.; RAYNOR, M.E.; MCDONALD, R. What Is Disruptive Innovation? 2015. *Havard Business Review*, 2015. Disponível em: <https://hbr.org/2015/12/what-is-disruptive-innovation>. Acesso em: 25 mar. 2019.
- CAE – Comissão de Assuntos Econômicos. Inovação e Competição: novos caminhos para a redução dos spreads bancários (custos e margens da intermediação financeira). Brasília, 2018. Disponível em: <http://legis.senado.leg.br/sdleg-getter/documento/download/a9f02ad9-86f8-4271-84a9-3e143daaae6e>. Acessado em: 23 de fev. 2019.

CADE. Guia de Atos de Concentração Horizontal. Disponível em: <[http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias\\_do\\_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view](http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view)>. Acessado em: 25 de fev. 2019.

CADE. Voto da conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt. Ato de concentração 08700.004860/2016-11. Requerentes: BM&FBOVESPA S.A e CETIP S.A., Brasília, 2017.

CADE. Voto da conselheira Polyanna Ferreira Silva Vilanova. Ato de concentração 08700.004431/2017-16. Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Brasília, 2018.

CADE. Anexo Parecer nº 24 da Superintendência-Geral do Conselho Administrativo de Defesa Econômica, Ato de concentração nº 08700.004431/2017-16. Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Brasília, 2018

EU. Directive (EU) 2015/2366 of The European Parliament and of The Council. 2015. Disponível em: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:32015L2366&from=EN>. Acessado em: 26 de mar. 2019

GABAN, Eduardo Molan; DOMINGUES, Juliana Oliveira. Direito Antitruste. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

OLIVEIRA, Gesner.; RODAS, João Grandino. Direito e economia da concorrência. 2. ed ver. E atual. São Paulo, Revista dos Tribunais, 2013.

OWINGS, T.M. (2013). Identifying a Maverick: When Antitrust Law Should Protect a Low-Cost Competitor, *Vanderbilt Law Review*, 63(1):323-354. Disponível em: <[https://wp0.vanderbilt.edu/lawreview/wpcontent/uploads/sites/89/2013/01/Owings\\_66\\_Vand\\_L\\_Rev\\_323.pdf](https://wp0.vanderbilt.edu/lawreview/wpcontent/uploads/sites/89/2013/01/Owings_66_Vand_L_Rev_323.pdf)>. Acessado em: 23 de mar. 2019.

OECD. Key Points of the Hearing on Disruptive Innovation - Organization for Economic Cooperation and Development (OECD). Disponível em: [https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M\(2015\)1/ANN8/FINAL/en/pdf](https://one.oecd.org/document/DAF/COMP/M(2015)1/ANN8/FINAL/en/pdf). Acessado em 29 de fev. 2019.

SAMOR, Geraldo.; VIRI, Natalia. Por que o Itaú deveria comprar a XP. *Brazil Journal*, Rio de Janeiro. 2017. Disponível em: <https://braziljournal.com/por-que-o-itaudeveria-comprar-a-xp>. Acessado em 18 de mar. 2019.

SCHUEFFEL, P. (2016), Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech, *Journal of Innovation Management Schueffel*, 4(4), p. 32. Disponível em: <https://journals.fe.up.pt/index.php/IJMAI/article/viewFile/322/221>. Acessado em: 25 mar. 2019.

VEZZOSO, Simonetta. Fintech, Access to Data, and the Role of Competition Policy (January 22, 2018). In V. Bagnoli (Ed.), *Competition and Innovation*, São Paulo: Scortecci, 2018.

OCDE (2019), Revisão por Pares da OCDE sobre Legislação e Política de Concorrência: Brasil, p. 85-88. Acessado em: 05 jun. 2022.

EUROPEAN COMMISSION. Competition Policy for the digital era. 2019. Disponível em: <https://ec.europa.eu/competition/publications/reports/kd0419345enn.pdf>. Acessado em: 05 jun. 2022.

CADE. Voto da conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt. Ato de concentração 08700.004431/2017-16. Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A., Brasília, 2018.

SCHUMPETER, Joseph. A (1942). *Capitalism, Socialism and Democracy*. Londres: Routledge. TEECE, David (1986): “Profiting from Technological Innovation:

Implications for Integration, Collaboration, Licensing and Public Policy," *Research Policy*, 15, 285-305.