



Ministério da Justiça e Segurança Pública - MJSP
Conselho Administrativo de Defesa Econômica - CADE

SEPN 515 Conjunto D, Lote 4 Ed. Carlos Taurisano, 3º andar - Bairro Asa Norte, Brasília/DF, CEP 70770-504
 Telefone: (61) 3221-8453 - www.cade.gov.br

Ato de Concentração nº 08700.004431/2017-16

Requerentes: Itaú Unibanco S.A. e XP Investimentos S.A.

Advogados: Barbara Rosenberg, Lauro Celidonio Neto e outros.

Conselheiro-Relator: Paulo Burnier da Silveira

Voto-vogal: Conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt

VOTO VOGAL

VERSÃO DE ACESSO PÚBLICO

1. Antes de mais nada, gostaria de agradecer toda a disponibilidade das Requerentes e de seus advogados para me convencerem de que este “deal” é bom para o país. Infelizmente, porém, conquanto entenda a motivação das Partes e o quanto a operação possa ser benéfica principalmente para o Itaú, eu não me convenci. Desta forma, respeitosamente, eu difiro da área técnica do Cade (a SG) e do Conselheiro-Relator Paulo Burnier e **voto pela reprovação deste Ato de Concentração (AC)**. É desta maneira, destarte, que inicio meu voto vogal, que explica tal decisão.
2. O Brasil é um país que tem elevada concentração bancária. De fato, desde os anos 90 o setor foi se concentrando aos poucos. Pode-se notar (Figura 1) que, se outrora havia 10 grandes bancos no país, atualmente, há apenas 5, considerando que o Bradesco já adquiriu o HSBC. Não por menos, atualmente, entre 85% e 90% dos depósitos bancários estão com os 5 maiores bancos (Gráfico 1), quais sejam: BB, Caixa, Itaú, Bradesco/HSBC e Santander.



3. Este fato não seria tão incrivelmente horrível se o mundo tivesse tamanha concentração bancária também. Não é o caso, porém: o Brasil é, assim, um *outlier*.
4. Deveras, se for tomado a concentração dos cinco maiores bancos (C5), de acordo com o BIS, o Brasil é o 4º país mais concentrado do mundo, perdendo para o Japão, Espanha e Canadá (Tabela 1). Quando a comparação considera a dimensão territorial de cada país, Japão e Espanha saem da lista, mas Brasil e Canadá seguem liderando o ranking, sendo dois *outliers* (Gráfico 2).
5. Esta elevada concentração tem consequências. De fato, não parece estranho que o grau de satisfação dos clientes no varejo no Brasil é muito baixo (Gráfico 3). Se nos EUA 78% dos consumidores estão contentes com os serviços no varejo, no Brasil, este número é de apenas 66%.

6. Cabe observar que, diferentemente do Brasil, os **EUA são uma economia com elevada desconcentração bancária**. Deveras, a concentração C5 não chega a 48% (Tabela 1). Este fato é relevante para não se deixar levar por argumentos (que podem ser falaciosos) acerca da **potencialidade do mercado de plataforma aberta no Brasil, com base apenas em uma mera comparação com os dados norte-americanos**, tendo em vista que lá 87% das transações ocorrem por via deste tipo de plataforma. Oxalá isso venha ocorrer no Brasil, mas as condições para que esta situação ocorra serão dadas muito mais pelos ambientes de concorrência e institucional brasileiro do que pelo fato deste fenômeno ter ocorrido nos EUA. Comparações entre jurisdições precisam ser feitas com cautela. Se há potencialidade para a plataforma aberta no Brasil simplesmente porque isso ocorre nos EUA, então poderia ser dito, também, há tempos, que a tendência do mercado bancário brasileiro é a sua desconcentração. Como é de conhecimento comum, infelizmente, esta não é a realidade que se tem presenciado no Brasil.



7. Esta breve introdução é feita para apontar o **real problema antitruste desta operação**, que vai além da análise tradicional estática sugerida pelo Guia H. Neste AC, há que considerar (1) que o Brasil tem um setor bancário extremamente concentrado comparativamente aos demais países, (2) que a **distribuição de produtos de investimentos** atualmente no Brasil é concentrada nos cinco maiores bancos (um deles, o Itaú) [1] e (3) que a XP tem sido o bem-sucedido Maverick neste mercado, promovendo um exitoso processo de **desbancarização**, não antes visto no Brasil.
8. Com respeito aos **problemas antitruste tradicionais**, por sua vez, a SG os resume bem [2], enfatizando e concluindo que a XP tem trazido concorrência aos bancos e maior satisfação ao consumidor final. O caso, assim, ainda que pelo prisma puramente da análise tradicional, traz preocupações concorrenciais, sendo **provável o exercício do poder de mercado**. Por isso, para a aprovação do AC, as Requerentes propuseram um Acordo com o Cade (que se chama **ACC - Acordo em Controle de Concentrações**), que tem vigência de 5 anos e que foi compreendido tanto pela SG quanto pelo Conselheiro-Relator como sendo “suficiente para dirimir todos os problemas concorrencias”. A razão, segundo eles, deveu-se aos compromissos de não-discriminação, de não exclusividade e de manutenção de alguns preços, além da suposta não interferência do Itaú na XP, com base no acordo de acionistas e na participação minoritária do Itaú na XP.
9. Apesar de concordar com o diagnóstico da SG e do Conselheiro Relator no tocante à análise tradicional, entendo que inexisteu um olhar mais holístico sobre a real fonte da concorrência para o setor bancário. Por isso, ainda que não discorde por completo do **ACC meramente comportamental** proposto, o considero insuficiente, com cláusulas inócuas e com prazo curto.
10. **Aprovar esta operação, portanto, é dar o aval para que qualquer outro banco compre as demais empresas de plataforma aberta que, com todas as dificuldades, conseguiram entrar neste mercado, copiando a tecnologia da Maverick, isto é, da XP. É colocar o processo de desbancarização em cheque, destarte. É isso que esta operação traz como real risco ao SFN brasileiro.**
11. Neste sentido, vale mencionar um resultado interessante da tese de mestrado de Pompeu Hoffmann Júnior, intitulada “*Why do Brazilian bank-affiliated mutual funds underperform?*” [3]. Usando dados de 2002 a 2016, o autor conclui que fundos de ações de bancos apresentam retornos de 1.96% a 2.30% a.a. inferiores a fundos independentes, sendo de 7.68% a 29.6% explicados pelo menor apetite ao risco dos gestores destes fundos ligados aos bancos. Além disso, estes gestores mudam menos de posição, tentam menos antecipar movimentos de mercado e têm portfólios mais parecidos com o mercado do que os fundos independentes. Ou seja, **não se trata tão somente da desbancarização, mas de uma melhor performance de fundos independentes para os consumidores finais, distribuídos também por plataformas abertas, como a da XP.**

12. A própria XP reconhece o seu poder de mercado. Não por menos, quando do seu IPO, a XP argumentou[4] que o tamanho dela cria significativas barreiras à entrada de novos *players* com tecnologia de “plataforma aberta” ao dizer: “... *acreditamos que temos sido os pioneiros na adoção de uma plataforma aberta, que nos ajudou a conquistar a liderança de mercado de ativos sob custódia entre as instituições independentes, ganhos de escala significativos, ampla rede de distribuição e grande reconhecimento de marca, constituindo relevantes barreiras à entrada de novos concorrentes...*”. Se o que a XP disse naquela ocasião é verdade, imagine após a aprovação da operação pelo Cade, em que o maior banco privado do país passa a ser dono de 75% do seu capital social da maior plataforma aberta?
13. Segue a XP, em outro trecho de sua fala, afirmando um dos seus objetivos é distribuir seus produtos de forma exclusiva: “*Acreditamos que nosso tamanho e a nossa posição financeira **nos proporcionam uma substancial vantagem competitiva** em relação a outras corretoras e gestoras de recursos independentes no Brasil. Devido à nossa escala, acreditamos que somos capazes de obter melhores condições econômicas junto aos distribuidores e gestoras parceiras, **bem como de distribuir de forma exclusiva alguns produtos financeiros para nossos clientes**”.* Se isso for verdade, então, pode-se imaginar que, depois de findado o ACC com o Cade, em dez/2022 (antes mesmo da XP poder começar a exercer o seu direito da PUT), a XP, uma vez incorporada ao Itaú, terá fortes incentivos para privilegiar os produtos financeiros do Itaú, fechando a sua plataforma ou discriminando seus atuais parceiros comerciais (bancos/fundos), que atualmente compõem o rico portfólio de produtos financeiros da XP. Essa conduta tem potencial elevadíssimo de distorcer a competição entre os diversos ofertantes de produtos de investimentos e, dada a sensibilidade do setor, de afetar a economia como um todo.
14. Já um executivo do Itaú, em entrevista à revista “Isto é Dinheiro”[5], afirma que: “*levaria anos para conseguirmos ganhar uma participação relevante no mercado e a compra da XP nos permite economizar esse tempo*”.
15. Conclui-se, portanto, das próprias falas das Requerentes que: (1) há barreiras à entrada no mercado de plataforma aberta; (2) o tamanho da XP é um fator que aumenta esta barreira, pois não é fácil criar uma base de clientes; (3) bancos, com estruturas mais engessadas, têm dificuldades para serem mais ágeis, apresentando uma entrada intempestiva; e (4) por (1), (2) e (3) por parte dos bancos, melhor comprar o concorrente “chato”, que, por um lado, melhorará a lucratividade do banco, mas que, por outro, piorará as condições de mercado, afetando, assim, o bem-estar social – **preocupação única do Cade**.
16. Se a conclusão acima estiver errada, então a XP floresceu a empresa quando do seu IPO (quando queria convencer os investidores) ou mudou de ideia ao se apresentar perante ao Cade, uma vez que há certos argumentos de outrora que não se coadunam com a linha argumentativa no âmbito do presente AC. Neste sentido, vale lembrar o que recorrentemente diz Luigi Zingales, professor da Universidade de Chicago, com respeito à expressiva diferença entre ser “*pro-business e pro-market*”. Um órgão antitruste tem que atuar sempre de forma “*pro-market*”, não de maneira “*pro-business*”, como fazem corretamente os empresários. Como diz a música de Sharon Aciole: “*cada um (tem que atuar) no seu quadrado*”.
17. Feitas estas importantes ressalvas, vale comentar as atuações (apenas as mais relevantes para este AC) das Requerentes, a saber:
18. O **Itaú** é o maior banco privado do país e tem uma plataforma (fechada) de distribuição de produtos de investimentos, foco deste AC. A **XP investimentos**, por sua vez, é uma corretora que tem uma plataforma (aberta) de distribuição de produtos de investimentos. Ambas as empresas são exemplares em diversos aspectos, mas, aqui, **há que focar no custo que a operação pode trazer à concorrência bancária e, conseqüentemente, no provável custo ao bem-estar do consumidor brasileiro**.
19. O **Itaú**, além de atuar no concentradíssimo mercado bancário brasileiro, tem tentáculos em diversos outros mercados correlatos, atuando, por exemplo, em todos os elos do mercado de cartão de crédito no Brasil, o que provoca significativa distorção para os preços deste negócio, em razão da verticalização. Estas **concentrações conglomeradas acabam aumentando o poder de mercado dos bancos C5, em particular do Itaú**, por meio, também, do incremento na oferta de produtos e de serviços (poder de portfólio).
20. De fato, considerando outros bancos, vale dizer que há 3 processos administrativos no Cade relativos ao SFN e tem-se observado uma atuação mais contundente do regulador, qual seja, o Banco Central do Brasil (BCB), objetivando dirimir as diversas falhas de mercado.
21. A **XP**, por sua vez, é uma corretora inovadora, fundada em 2001, tendo surgido para fazer frente a este concentrado mercado bancário, ao incorporar de forma efetiva uma tecnologia disruptiva anos depois, no concernente à **distribuição de produtos de investimentos por meio de uma plataforma aberta**, replicando no Brasil uma prática usual nos EUA. **Não por menos seu lema sempre foi o da desbancarização**. A XP, é, assim, uma Maverick no mercado de distribuição de produtos de investimentos. Não me espantaria que a XP, além de “roubar” clientes do Itaú, também “abocanha” os investimentos feitos por seus funcionários.

22. Esta operação – de R\$ 5,7 bilhões (para comprar 49,9% do capital social e 30% do capital votante) + R\$0,6 bilhões de aporte inicial, anunciada em 11/05/2017 –, assim, **demonstra o total sucesso da estratégia XP**, que, mesmo com participação pequena (menos de 4%, vide Tabela 2) no mercado de distribuição de produtos (com plataformas abertas e fechadas), fez o Itaú se interessar por ela; assim como o Bradesco se interessou pela Agora em 2008 – primeira aquisição nesta tentativa de freio destas bem-sucedidas Startups. Pode-se dizer que não é esta pequena participação que incomoda o Itaú, mas a **potencialidade deste número se elevar: muito mais e de forma rápida**.
23. Há que notar que o **mercado de distribuição de produtos de investimento ainda é dominado por bancos** (em especial pelo BB, Bradesco e Itaú), que, por terem um *modus operandi* arcaico, seguem com preços altos (veja, por exemplo, em **anexo** uma comparação de uma compra de título público na XP e no Itaú). Cabe ao BCB conceder, talvez, maior flexibilidade regulatória, porque, de fato, o ambiente normativo dos bancos é complexo e carregado de obrigações; mas **cabe a ambos (Cade e BCB) evitar o retrocesso do benéfico processo de desbancarização**.
24. É indubitável que a XP trouxe uma **concorrência ao setor bancário muitíssimo bem-vinda** e que precisa ser preservada, para que esta nova forma de atuar neste mercado – que acaba de nascer – não seja dizimada. **Há, assim, que evitar que ocorram danos a esta sana, ainda que incipiente, concorrência**.
25. Conforme bem salientado por Thiago Alvarez, executivo-chefe do GuiaBolso (Valor Econômico, 13/03/17) ao falar sobre a sua parceria com a Órama Investimentos, que tem uma plataforma aberta e quer ampliar a sua base de clientes: *“o mundo de investimentos no país passa por uma transformação recente. É a primeira vez, de fato, que o brasileiro tem opções de mercado fora das grandes instituições financeiras, com 10 a 15 plataformas independentes”*.

Tabela 2 – Estrutura do mercado de distribuição de produtos financeiros (2007)
Plataforma aberta e fechada

# Administrador	Market share (%)
1 Itaú	15-20%
XP	1-4%
2 BB	30-35%
3 Bradesco	15-20%
4 Santander	8-10%
5 Caixa	7-9%
6 Safra	1-4%
Outros	7-9%
Total	100,0%

Tabela 4, Nota Técnica SG.

Tabela 3 – Estrutura do mercado de distribuição de produtos financeiros (2007)
Plataforma aberta

# Administrador	Market share (%)
1 XP (com Rico)	45-55%
2 Planner	9-13%
3 Genial	8-12%
4 Easynvest	6-9%
5 Ágora	5-8%
6 Mirae	4-6%
7 Guide	3-5%
8 Ativa	1-4%
9 Órama	0-1%
10 BTG Digital	0-0,6%
11 Spinelli	0-0,2%
Total	100,0%

Tabela 5, Nota Técnica SG.

26. Como dito por Alvarez, é a primeira vez na história recente do Brasil que os bancos – que agem em um mercado oligopolizado e concentrado – estão sendo contestados de forma efetiva, com novos *players* inovadores atuando com tecnologia disruptiva e aumentando o bem-estar do brasileiro comum. **Essa transformação, contudo, conquanto seja muito recente, por ser efetiva, está incomodando os bancos e esse incômodo é o embrião desta operação**.
27. A transação é caracterizada pela compra de participações da XP pelo Itaú em três etapas, até 2022, descrita da seguinte forma:
1. 2018 – 49,9% do capital social e 30% do capital votante;
 2. 2020 – 62,4% do capital social e 40% do capital votante; e
 3. 2022 – **74,9% do capital social e 49,9% do capital votante**.
28. Logo, é possível argumentar que o **presente AC trata da aquisição de 75% do capital social** da XP pelo Itaú (o equivalente – em ordem de grandeza – a cerca de R\$ 8,57 bilhões) – e não apenas 49,9% do capital

social, pois o Cade não será chamado a opinar até depois de 2022 –, sobrando 25% deste capital para os sócios da XP (que representa, grosso modo, R\$ 2,86 bilhões). Considerando o aporte inicial de R\$ 0,6 bilhões que o Itaú fará na XP, a XP, por ter aceito dita proposta do Itaú, mostra que o seu valor de mercado é na casa dos **R\$ 12 bilhões (= R\$ 11,42 bilhões + R\$ 0,6 bilhões)**, valor semelhante ao expresso por ela à época do IPO (que representa um múltiplo P/E de 23,5x, usando dados de lucro líquido de 2017, muito embora o múltiplo da segunda tranche tenha sido estipulado em 19x e o da terceira, o valor será o “justo”, não tendo sido estipulado qualquer múltiplo).

29. Além da compra parcelada, **a partir de 2024** (isto é, 6 anos depois da aprovação do Cade e 1 ano após o fim do ACC), a XP poderá exercer a “opção de vender” (PUT) ao Itaú os 25% restantes do capital social. **Se isso ocorrer, uma nova operação será submetida ao Cade. Se a XP não exercer dita opção de venda até 2032** (15 anos depois de aprovada esta operação pelo Cade), **a partir de 2033**, o Itaú poderá exercer a “opção de comprar” (CALL) o restante dos 25% do capital social da XP.
30. Curioso verificar que, caso a opção de venda seja exercida pela XP, **se o Cade reprovar esta nova operação**, apesar das Requerentes afirmarem que o Itaú seguirá sendo minoritário (pois, de fato, o Itaú terá 49,9% do capital votante), será ônus do Itaú, e não da XP, prospectar um novo comprador. Esse fato, em conjunto com uma série de outros fatores que serão abordados adiante, **mostra que considerar o Itaú como um “simples acionista minoritário” é uma premissa ingênua em termos de influência na XP, embora seja correta do ponto de vista legal, com relação à composição acionária do capital votante.**
31. Importante registrar que, **se por um lado**, quem compra uma PUT com preço variável (“valor justo”, que é relacionado ao lucro, analisado por uma empresa + prêmio de controle), que é o caso da XP, tem incentivo em valorizar o ativo, para vendê-lo caro quando puder exercer dita opção. Na outra ponta, quem vende uma PUT com preço variável, que é o caso do Itaú, tem incentivo de desvalorizar o ativo, para comprá-lo mais barato. **Por outro lado**, até 2022, o Itaú terá pago em torno de R\$ 8,6 bilhões por 75% do capital social da XP. Por esta vertente, já que o Itaú será “quase dono” da XP, ele teria incentivo em manter o ativo valorizado, contrabalançando, assim, o seu incentivo de desvalorizar o ativo por conta da venda da PUT.
32. O que se deseja mostrar é que o jogo de incentivos é mais complicado do que o se possa imaginar e não há como afirmar com precisão qual é o real incentivo do Itaú, considerando todo o longo período até a possibilidade do exercício de compra (CALL), a partir de 2033. Neste sentido, pode-se argumentar que o **real interesse do Itaú na compra da XP pode ser**: (1) que o lucro da XP não seja manipulado pela XP após 2024 (fazendo-o inflar artificialmente para vender a empresa mais cara), (2) que o preço da XP seja de fato justo, para o Itaú não ter perda financeira e (3) que, ela seja a dona da XP futuramente, para garantir ter em suas mãos o Maverick, que tem levado parte de seus clientes.
33. Além destes três itens ora mencionados, o **real interesse do Itaú na compra da XP** relaciona-se com o interesse no que a XP tem de mais valioso: **a sua base de clientes atual e futura**, lembrando que parte da base atual era do Itaú e parte da futura poderia ser também. **O Itaú quer, assim, minimizar a sua perda com a sangria migratória de clientes (e, quiçá, funcionários) do Itaú para a XP. Tão simples quanto isso.**
34. Aquele raciocínio da CALL e PUT feitos acima, por sua vez, não permitem inferir – de nenhuma forma – que, por ter vendido uma PUT, o Itaú “manterá a estratégia agressiva da XP, de preços baixos”, como argumentam as Requerentes.
35. Pode-se dizer, contudo, que a XP exerceria a sua PUT por, ao menos, duas razões: (1) seja porque a XP entende que o valor da empresa é maior hoje do que ela espera que seja no futuro, logo, vale vender hoje; (2) seja porque a XP esteja em discordância com o Itaú, já que o Itaú terá diversos direitos a vetos, indicará 2 membros no Conselho de Administração da XP, assim como o seu CFO e o Conselho Fiscal. Ou seja, é “influência a perder de vista” para um simples minoritário!
36. **Se o Cade aprovar a operação ora em análise, será extremamente difícil reprovar a nova operação futuramente, quando do exercício da PUT pela XP ou da CALL pelo Itaú**, pois provavelmente será argumentado que a aquisição de “apenas” 25% do capital social da XP não alterará a estrutura de mercado, portanto, não modificará os incentivos concorrenciais vigentes à época. Por isso não tenho medo algum em apostar com quem quiser que, se este AC for aprovado hoje, a nova operação também será aprovada no futuro.
37. Até porque – e nisso eu coaduno com o argumento em prol da aprovação futura – até lá, o prejuízo à concorrência neste mercado incipiente deverá ter ocorrido, potencializado também pelo descasamento de datas entre o fim da vigência do ACC, em dez/2022, e o começo da possibilidade de exercício da PUT (a partir de 2024 até dez/2032) ou o da CALL (a partir de jan/2033). Seria quase o equivalente à atuação do SBDC na vigência da Lei 8.884/94, que, como é sabido, não dava ao Cade, de fato, instrumentos para reprovar operações ex-post, tendo sido exatamente este problema a semente que deu fruto à nova lei (12.529/11).

38. **Portanto, a reprovação desta operação tem que ser feita neste momento e não “esperar para ver”. A incerteza é enorme; os demais bancos terão “carta branca” para saírem comprando as demais empresas de plataforma aberta ou outras empresas com tecnologias disruptivas que visam a desbancarização; e o custo social com o possível retrocesso no processo de desbancarização, que apenas está se iniciado no Brasil, será elevado demais. Com isso, o salutar desenvolvimento do mercado de capitais poderá – com elevada probabilidade – ser freado de forma abrupta e o Brasil jamais alcançará os invejáveis números dos EUA neste setor.**
39. **É bom ter clareza de que a contestabilidade aos bancos virá de empresas com tecnologias disruptivas, fazendo um negócio antigo de forma nova.** Os preços baixos observados hoje, assim, poderão subir novamente, **mesmo que a tecnologia tenha vindo para ficar.** Os bancos simplesmente incorporarão ao seu *modus operandi* tal tecnologia, mas precificarão da forma antiga. É o que um agente racional faria, se o regulador o permitir.
40. **Com relação ao ACC especificamente**, como a plataforma aberta está diante de um “mercado de dois lados”, dito ACC **tenta** endereçar possíveis discriminações que a XP possa cometer em ambos os mercados: seja com relação aos “ofertantes de produtos (fundos, bancos, empresas, etc.)”, seja com respeito aos “demandantes de produtos (investidor autônomo e consumidor final)”. Neste sentido, portanto, ao menos por 5 anos, a preocupação com a discriminação em relação aos bancos menores (Indusval, Original, etc.), supostamente competidores do Itaú e que distribuem seus fundos e vendem seus títulos de dívida (CRA, por exemplo) pela XP, **deve** ser minimizada pelo ACC. Contudo, mesmo que se estivesse diante de um “super ACC” (que exaurisse todas as possibilidades de discriminação), é importante lembrar que este acordo é válido somente por 5 anos. O que acontecerá depois?
41. Além disso, cabe ressaltar o que eu e o Conselheiro João Paulo temos alertado em casos de ACCs comportamentais: as **imposições de cláusulas de discriminação são em geral inócuas**, muitas vezes uma repetição do que diz a própria lei, com linguagem ampla e imprecisa, gerando infindáveis disputas interpretativas durante a sua vigência. As evidências de ACCs com problemas de monitoramento são várias, o que faz com que o *enforcement* pelo regulador seja nulo. Indubitavelmente, a subjetividade pode transformar um “remédio” em “placebo”. Pior se houver a possibilidade do *Trustee* ser uma pessoa física, como consta neste ACC, e não uma pessoa jurídica de reputação ilibada, como é o habitual.
42. Mais ainda. Conquanto dito ACC comportamental possa eliminar todos os problemas de discriminação no mercado de plataforma aberta (que não parece ser o caso), este não cria qualquer restrição quanto ao problema anticompetitivo principal, que é o **risco de o Brasil retroceder no processo de desbancarização.**
43. Mesmo que fossem impostas obrigações ao Itaú no ACC (para que ele não consiga frear a desbancarização), contudo, **um ACC comportamental com tempo limitado é inócuo para dirimir o potencial estrago estrutural que esta operação pode trazer à dinâmica deste mercado no longo prazo, logo, ao SFN**, uma vez que se trata de problema dinâmico, não estático. ACCs comportamentais curtos têm efeitos reduzidos.
44. Por último, mas não menos importante, **este ACC não trata da real influência do Itaú na XP.** De fato, a compra aos poucos do Itaú vai alterando os incentivos de sua atuação com relação à XP, dando ao Itaú cada vez mais musculatura, mais poder. O ACC, por isso, poderia ter considerado diferentes mecanismos de incentivos para cada uma das 3 fases. Ainda que não considerasse, como foi o caso, há uma hipótese implícita neste acordo que é o fato de que, para a SG e para o Relator, 75% do capital social e 49,9% do capital votante (última tranche da operação) não dá qualquer direito ao Itaú de influenciar na XP. Discordo veementemente desta interpretação.
45. Para isso ser verdade, deveria ter uma **proibição expressa do Itaú não fazer qualquer indicação na XP**, diferentemente do que está previsto no ACC e no Acordo de Acionistas:
1. Nem para o **Conselho de administração da XP**, que, pelo Acordo de Acionistas, o Itaú indicará 2 de 7 conselheiros;
 2. Nem para qualquer **cargo executivo na XP**, que, pelo ACC e pelo Acordo de Acionistas, o Itaú indicará uma lista tríplice para a XP escolher o CFO; e
 3. Nem para o Conselho Fiscal.
46. Além disso, o Itaú não poderia ter poder de veto de forma alguma, em especial sobre a remuneração de executivos-chaves para o andamento operacional da XP: os CEO e CFO. São, aliás, no total, mais de 20 possibilidades de veto. Ou seja, a influência do Itaú é enorme, muito embora no papel ele seja minoritário (49,9% do capital votante).
47. Com isso, é possível que o Itaú influencie nas estratégias da XP, principalmente porque, dentre os minoritários, o Itaú terá 75% do capital social. Como a expressão diz, “há minoritários e há minoritários”. Isto é, há ocasiões em que, de fato, os minoritários não mandam em nada. Há outras, todavia, em que eles, indiretamente, têm gigantesca influência. A literatura e a evidência empírica mostram que acionistas minoritários (em especial quando tem participações cruzadas, que é o caso) possuem formas de influenciar o

processo decisório de uma instituição[6]. É o que argumentam, por exemplo, José Azar, Martin Schmalz e Isabel Tecu, no artigo intitulado “*Anti-competitive effects of common ownership*”.

48. Isto posto, por diversas razões, é fato que o ACC proposto **não dirime o problema concorrencial posto neste AC**, ainda que possa minimizar por apenas 5 anos as possíveis discriminações que possam ocorrer no âmbito da plataforma aberta por parte da XP/Itaú.
49. **Note que a racionalidade da operação é clara:**
50. **Do ponto de vista da XP:** ela quer ter maior musculatura para seguir sendo a líder incontestada no mercado de plataforma aberta (objetivo legítimo, vale dizer), lembrando que hoje a XP detém cerca de 50% deste mercado, seguida de longe pela Planner, com participação bem menor, entre 9%-13% (Tabela 3). A XP poderia ter feito um IPO, como chegou a pensar em fazer, mas optou por vender 75% para o Itaú e ter saída definitiva até 2033. Note que, com probabilidade próxima a 1, a XP já está vendida.
51. Esta ginástica feita pelas Requerentes – de venda em parcelas com opções de venda e compra – é para que o Cade aprove sem maiores problemas: hoje e depois. É querer “ludibriar” o burocrata! Espero que não consiga “engrupir” o Tribunal. A mim, certamente não conseguiu.
52. **Do ponto de vista do Itaú:** o Itaú, assim como todos os bancos de varejo, tem perdido paulatinamente clientes (no caso do Itaú, são os clientes *Premium* do “Personnalité”) principalmente para a XP. A estratégia Itaú é, assim, a de minimizar as suas perdas decorrentes desse novo modelo de investimento, comprando a empresa que mais tem drenado seus clientes (e também funcionários!): a XP. Assim, em vez de ganhar zero com a saída do seu cliente para a XP, com a operação (e como a XP tem tarifas menores do que o Itaú), o Itaú passaria a ter uma perda menor. Em outras palavras, **esta operação representa a “recompra” dos clientes perdidos pelo Itaú para a XP (a um preço menor comparativamente ao do Itaú), a “compra” daqueles que eram só da XP e a “recompra” de todos os clientes que poderiam no futuro migrar para lá.**
53. Como para um banco, seus clientes representam o seu “ganha pão”, a sua fonte de receita, pode-se afirmar que **esta operação tem como objetivo a compra da base de clientes (atual e futura) do Maverick e o estancamento do crescimento de uma indústria nascente**, que tem como lema a “desbancarização”. **A base de clientes (ou o passivo do banco), assim, é, inquestionavelmente, o que mais vale, sendo a “joia da coroa”.**
54. **Esta operação, assim, tem risco zero para o Itaú (diferentemente do que dizem as Requerentes) e faz enorme sentido para o seu negócio, embora não necessariamente para a sociedade.** De fato, o Itaú: (1) passa a ser dono do seu competidor mais ferrenho (no mercado de distribuição de produtos de investimentos independentemente da plataforma, se aberta ou fechada), que, indiscutivelmente segue sendo o Maverick em plataforma aberta há, pelo menos, 15 anos; (2) minimiza a sua perda, recomprando a base de seus ex-clientes; e (3) na pior das hipóteses, em 15 anos (2033), passa a ser o único dono da XP, com 100% do capital social e votante desta plataforma aberta para distribuir seus produtos de investimento a um preço provavelmente maior.
55. O perigo da operação está, portanto, na possibilidade de se perpetuar a configuração das participações de mercado atuais, no tocante à distribuição de produtos de investimentos, que é liderada pelos bancos (Tabela 2). Note que a XP – mesmo incomodando de forma inequívoca os bancos de varejo, em especial o Itaú – tem participação ínfima (menor do que 4%), comparativamente aos demais.
56. Esta operação evidencia o fato de que o antitruste, nesta 4ª Revolução Industrial, não pode focar unicamente no *status quo*, mas ter uma leitura mais acurada sobre a dinâmica do mercado, isto é, sobre o processo (assim como foi no caso Cetip/Bovespa). É um mercado que demanda uma análise ao longo do tempo, destarte. **Isto porque trata-se de uma competição que tem começado a estorvar, mas tem o potencial de perturbar muito mais (se o Cade reprovar hoje) e de mudar, no médio prazo, os market shares neste mercado, em prejuízo dos bancos de varejo e em favor das plataformas abertas. O Itaú quer frear esta potencialidade; quer acabar com este competidor enfadonho, chato, quiçá um tanto inoportuno.** É como se o Itaú tivesse que acordar todos os dias com os latidos insuportáveis e ensurdecedores de um pequeno Terrir: pequeno, mas que late como grande. Pena – para a concorrência e para o Brasil - que este miúdo cão acabou sendo engolido por um enorme Dogue Alemão chamado Zeus, considerado o maior cachorro do mundo (que, para o Brasil, representa o maior banco privado).
57. Por conseguinte, o que está em risco é a eliminação de toda a inovação **que apenas começa a florescer** com a chegada das empresas de plataformas abertas, com estruturas mais ágeis e, assim, mais baratas. **O problema, então, não é a venda per se da XP, mas a venda da XP para um banco. Pior, para o maior banco privado brasileiro.**
58. **A dinâmica neste mercado, desse modo, precisa ser inexoravelmente considerada, pois a potencialidade destes players de plataforma aberta está só começando a trazer maior competição para os bancos. 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.** Até porque, com a base de clientes que a XP já tem no momento, ela facilmente teria fôlego para entrar em qualquer outro mercado que atua um banco. Os “produtos vendidos hoje”, portanto, não devem ser o foco principal de análise, porque não é isso que dá à XP poder de mercado frente aos demais concorrentes e não é por isso que o Itaú resolveu gastar quase R\$ 8,57 bilhões do seu caixa para comprar 75% do capital social da XP.
59. A análise pura e fria do Guia H, assim, é temerosa, pois pode resultar em conclusões equivocadas. Este é o caso. Mercados relacionados à 4ª Revolução Industrial ou digital – como esse – tem estratégias dinâmicas. Logo, os **jogos precisam ser dinâmicos**. A Amazon, por exemplo, teve prejuízo durante algum tempo até formar **reputação** necessária para começar a lucrar. Se não tivesse insistido por algum tempo, mesmo com prejuízo, não conseguiria vingar no mercado e hoje valer mais do que a Microsoft. Seria correto sancioná-la por preço predatório, dado que seu preço deveria ser menor do que os custos de operação? Parece que não, uma vez que a inovação é a vertente mais importante nestes mercados digitais para gerar mais competição em um mercado relevante mais amplo. O antitruste calcado em indústrias como a do cimento e aço precisa, desta forma, ser repensado.
60. Neste sentido, há uma ampla literatura a respeito. Um texto que vale ser citado é o de Evans e Schmalensee (2001)[7]. Eles comentam que é necessário considerar, quando da análise de firmas diante de mercados com inovação, a forma com que elas se engajam em uma dinâmica competitiva **temporal**, uma vez que análises estáticas podem levar a resultados equivocados[8]. Além disso, dizem que, nestes mercados dinâmicos, se a firma que tem relevante poder de mercado ignorar a sua vulnerabilidade diante das inovações, ela pode chegar a conclusões equivocadas[9]. De fato, o que o Itaú está fazendo, acertadamente, é não ignorar ditas plataformas abertas e agir, engolindo o Maverick, aquela firma que lhe traz uma ameaça crível. Ou seja, do ponto de vista empresarial, o Itaú está certíssimo em comprar a XP. Se fosse ele, faria o mesmo. O mesmo vale para outros bancos que queiram comprar as demais plataformas. Se esta operação for aprovada, nenhuma outra poderá ser bloqueada. **Por sua vez, os que serão lesados, se esta corrida dos bancos em direção às empresas de plataforma abertas ocorrer, são os brasileiros poupadores, pois, com elevada probabilidade, a dinâmica do mercado ficará pior para eles e um processo de marcha-ré na desbancarização poderá ocorrer.**
61. Como o sistema bancário brasileiro já é absurdamente concentrado, **a concorrência efetiva neste setor virá, como observado hoje, de modelos de negócios diferentes dos modelos que os bancos trabalham.** Desta forma, o jogo considerado deveria ter sido dinâmico e a concorrência potencial deveria ter sido o carro-chefe da análise. Ao não fazer esses exercícios, o Cade corre o risco de contribuir para o retrocesso de segmentos promissores, que estão surgindo e trazendo indubitáveis benefícios para os consumidores finais.
62. Segundo ditos autores, as firmas com poder de mercado podem ser capazes de tomar ações que reduziriam substancialmente a competição e o bem-estar do consumidor no **longo prazo**. Ao decidir se elas exercem efetivo poder, os Tribunais deveriam se concentrar explicitamente no **vigor da concorrência dinâmica**. Definição de mercado estático e análise de participação de mercado não lançarão luz sobre essa questão, nem uma listagem simples de inovações passadas[10].
63. É importante, desta forma, que as instituições governamentais compreendam os novos paradigmas produtivos para saberem lidar com a nova realidade. Não é fácil, requer estudo e atenção ao dinamismo dos mercados, mas é necessário para que a burocracia não freie o processo de desenvolvimento do Brasil. Por exemplo, em palestra no Insper (SP, dia 09/03/17), promovida pela SAE-Presidência e pelo Insper, a Ministra-substituta do MDIC expressou que dito ministério está empenhado com a agenda acerca da 4ª Revolução Industrial; muito embora, concomitantemente, dito ministério defenda programas retrógrados e protecionistas – como o Rota 2030 – atendendo antigos privilégios de uma economia velha (ou seja, de uma economia 1.0 ou quiçá 0.5), inibindo, assim, o aumento da produtividade da economia brasileira e evitando a inserção do Brasil nas cadeias globais de valor[11]. Sem mencionar no fracassado incentivo da Zona Franca de Manaus, válido até 2023, e na falida Lei da Informática, que teve renovação recente e, pasme, valerá até 2029!! Há que ter cuidado, pois.
64. No artigo intitulado “*The Amazon Paradox*”, a autora Lina M. Khan, da Universidade de Yale, traz uma interessante leitura sobre mercados que atuam em plataformas e defende que, sob o prisma da política antitruste, um dos fatores mais relevantes na análise são suas estruturas “winner-take-all”, tendo em vista que os efeitos de rede e de controle de dados consolidam a dominância precoce dos Mavericks. Para a autora, essa preocupação é ainda mais elevada no contexto de integração vertical, dado que insights obtidos com dados de um setor são usados para debelar rivais em outro. À luz dessas preocupações, a autora defende que as autoridades antitruste devem adotar uma abordagem que esteja **centrada na manutenção do processo competitivo**[12].
65. No mesmo sentido, o artigo “*Network externalities and long-run market shares*”[13], os pesquisadores argumentam que, em mercados onde há disputa tecnológica intensa, no longo prazo, há tendência ao domínio do mercado por uma firma líder, que terá poucos incentivos para manter o nível de inovação. Mais uma vez, a

estratégia do Itaú é perfeita, pois está tirando da sua frente este Maverick, aquele que tende a morder o seu mercado, roubando os seus clientes, por conta de uma tecnologia que traz preços melhores.

66. Corroborar ainda o entendimento daqueles autores o artigo *“Dynamic Competition with Network Externalities: Why History Matters”*[14], em que se demonstra que, tomando como premissa que as diferenças na qualidade dos serviços prestados por plataformas concorrentes não sejam tão elevadas, plataformas líderes que prestam serviços piores são capazes de manter sua posição, apesar de haver plataformas rivais que prestam serviços melhores. Isso ocorre por conta dos efeitos de rede e da inércia em relação a mudança. Quando as diferenças na qualidade são altas, como no caso, aquele que tiver a melhor qualidade fica com o mercado. É, assim, mais um artigo corroborando que a estratégia do Itaú é a ideal para ela, pois a XP tem tudo para seguir avançando e conquistando mais clientes, provocando uma mais contundente desbancarização.
67. Dito isto, note-se que esta operação aumenta a **barreira à entrada para aos demais incumbentes e, principalmente, para os novos entrantes (que como dito pelo executivo do Itaú, “toma anos”), o que, num processo dinâmico, pode afetar o processo de desbancarização.** De fato, como existe economia de rede (isto é, quanto mais gestor/banco de um lado e quando mais clientes de outro, melhor), o fato da XP estar com uma marca forte por traz a favorece a atrair clientes para a sua plataforma[15], desfavorecendo a ida de clientes para as outras corretoras menores. Em princípio isso não quer dizer nada e pode ser até bom. O problema é que isso aumenta a barreira à entrada, como citou a própria XP. Dinamicamente, contudo, o pior efeito anticompetitivo é o incentivo dado por conta da operação Itaú/XP: o da bancarização das plataformas abertas, como já é o caso da BTG Digital (do BTG) e da Ágora (comprada pelo Bradesco). Nesse sentido, **o processo de desbancarização estará sendo seriamente ameaçado.**
68. Note que o problema antitruste não é necessariamente que fique somente a XP no mercado (como prevê Lina Khan), **mas que seu monopólio não seja contestável.** De fato, os mercados onde há economia de rede, pode ser mais eficiente ter um monopolista. O importante, entretanto, como lembram Luigi Zingales e também Whiston e Segal (nota de rodapé 13), é **ter um mercado altamente contestável, com baixas barreiras à entrada.** No caso do Facebook, por exemplo, se houvesse a garantia de que o direito de propriedade estivesse com o usuário e não com a plataforma e que houvesse a possibilidade da portabilidade dos dados dos consumidores (com a permissão do usuário) para um potencial entrante, não importa ter somente um *player* (Facebook). Ele estará ali não porque outros não conseguem entrar, mas porque outros não conseguem entrar de forma mais eficiente, oferecendo o melhor serviço ao melhor preço ao consumidor final.
69. Ainda sobre competitividade, inovação e mercados contestáveis, merece destaque o artigo *“Antitrust in Innovative Industries”*[16], onde os autores argumentam que, enquanto houver contestabilidade do mercado, incumbentes e entrantes terão incentivos à inovação. Por outro lado, se não houver possibilidade de contestação, como era o caso deste mercado há pouco tempo, como a captura de participação é mais difícil (base de clientes), conseqüentemente, os estímulos à inovação são reduzidos.
70. **Para que as plataformas abertas sigam trazendo concorrência para a distribuição de produtos de investimentos para os consumidores, o Cade, desta forma, deveria proibir que qualquer banco de varejo pudesse comprar qualquer plataforma aberta.** Aprovar esta operação – que “elimina” (ainda que em 2033) o *player* mais agressivo e, pior, o Maverick, no tocante à inovação (plataforma aberta) no mercado de distribuição de produtos de investimentos – pode ser um erro fatal para o bem-estar do consumidor no longo prazo, pois não haverá como frear as compras de outros bancos com relação às demais 11 plataformas abertas no futuro.
71. Isto porque, trata-se do maior banco privado do país comprando a maior corretora de plataforma aberta do país. Se aprovada a operação, o Cade, indiretamente, estará autorizando um possível início do processo reverso à atual desbancarização, dado que todos os bancos terão jurisprudência ao seu favor para comprar qualquer outra corretora com plataforma aberta. Ao meu ver, do ponto de vista do regulador, é dar um tiro no pé.
72. Vale ainda observar que a **Rico** foi comprada pela XP em 2016[17], que na época tinha percentual no mercado de plataforma aberta elevado (6%-10%, Tabela 2)[18]. Como preocupação concorrencial adjacente, assim, vale dizer que entendo que o Cade – além de não aprovar o presente AC – deveria impedir qualquer compra da XP no mercado de plataforma aberta, de empresas com participação acima de 5%, dado que – ao **comprar bases de clientes** – a compradora vai “tomando cada vez mais corpo” frente aos concorrentes incumbentes e potenciais deste mercado, aumentando a barreira à entrada ou a própria permanência dos incumbentes.
73. Por fim, faço uma referência ao voto vogal no caso ArcellorMital/Votorantim (SEI 0440552), na 117ª SOJ, do Conselheiro João Paulo, em que ele fez uma oportuna lembrança acerca da **aplicação do princípio da precaução na análise de atos de concentração**, como defendido pelo falecido, sempre muito cuidadoso e honrado, o ex-Conselheiro e ex-professor da FGV/Rio Luis Schuartz: *“na incerteza, dados os riscos, o melhor caminho a seguir é o mais conservador(...) Um ato de concentração não aprovado sempre pode ser*

reapresentado em um contexto futuro mais claro ou oportuno, mas uma decisão pela aprovação praticamente inviabiliza a sua reversão”.

74. Termino meu voto parafraseando-o da seguinte forma: *diante dos riscos concorrenciais mais acentuados observados em mercados dinâmicos e recém-criados, com tecnologias disruptivas; a melhor estratégia do órgão antitruste, se seu objetivo é maximizar o bem-estar do consumidor dinamicamente, é reprovar e não aprovar um AC que possa trazer resultados deletérios à concorrência. Enquanto uma reprovação hoje pode ser reapresentada amanhã, uma aprovação hoje pode trazer danos irreversíveis à dinâmica do mercado, com queda substancial de bem-estar social no longo prazo e retrocesso ao desenvolvimento econômico do país.*
75. Por isso, com toda a admiração que indubitavelmente eu sinto pelas trajetórias de extremo sucesso das Requerentes e considerando a responsabilidade que recai em meus ombros como defensora da concorrência, não tenho outra alternativa, que não seja seguir o conselho inteligente do ilustre, infelizmente falecido, Dr. Schuartz, **reprovando dito AC.**
76. Este é o voto.

Brasília, 14 de março de 2018.

[assinatura eletrônica]

CRISTIANE ALKMIN JUNQUEIRA SCHMIDT
Conselheira

Anexo 1: Comparação se o consumidor final for comprar um título público: Itaú, XP e Ágora

	Itau (cliente normal)	XP	Agora
Taxa custodia BMF	0.30%	0.30%	0.30%
Taxa de custodia do Banco	0.50%	0	0.23%
Inflacao	4.5%	4.5%	4.5%
Taxa juros real do titulo publico IPCA + 5,09%	5.09%	5.09%	5.09%
IR	15%	15%	15%
Rendimento real liquido anual (teorico)	2.85%	3.35%	3.12%
Aplicacao	1,000,000	1,000,000	1,000,000
2018	1,028,515	1,033,515	1,031,215
2019	1,057,843	1,068,153	1,063,404
2020	1,088,008	1,103,952	1,096,599
2021	1,119,032	1,140,951	1,130,829
2022	1,150,941	1,179,190	1,166,128
2023	1,183,760	1,218,711	1,202,528
2024	1,217,515	1,259,556	1,240,065
2025	1,252,233	1,301,770	1,278,774
2026	1,287,940	1,345,399	1,318,691
2027	1,324,666	1,390,490	1,359,854
2028	1,362,439	1,437,092	1,402,302
2029	1,401,289	1,485,256	1,446,074
2030	1,441,246	1,535,035	1,491,214
2031	1,482,343	1,586,481	1,537,762
2032	1,524,612	1,639,652	1,585,763
2033	1,568,087	1,694,605	1,635,263
2034	1,612,801	1,751,400	1,686,307
2035	1,658,790	1,810,098	1,738,946
2036	1,706,090	1,870,764	1,793,227
2037	1,754,739	1,933,462	1,849,202
2038	1,804,776	1,998,262	1,906,925
2039	1,856,239	2,065,234	1,966,450
2040	1,909,169	2,134,450	2,027,833
2041	1,963,609	2,205,986	2,091,131
2042	2,019,602	2,279,920	2,156,406
2043	2,077,191	2,356,331	2,223,718
2044	2,136,422	2,435,304	2,293,132
2045	2,197,342	2,516,923	2,364,712
Perda (vs. a XP) em valores Reais ao final do periodo R\$	(319,581)		(152,211)
	ITAU		AGORA

Anexo 2:

Títulos públicos em negociação no Tesouro Direto						
Título	Data de vencimento	Rentabilidade ao ano (%)	Rentabilidade ao ano para resgate (%)	Preço para investimento (R\$)	Preço para resgate (R\$)	
Tesouro IGPM+ com Juros Semestrais 2021	01/04/2021	IGP-M + 0,00	IGP-M + 3,97	0,00	3.908,38	
Tesouro IGPM+ com Juros Semestrais 2031	01/01/2031	IGP-M + 0,00	IGP-M + 4,92	0,00	6.015,76	
Tesouro IPCA+ 2019	15/05/2019	IPCA + 0,00	IPCA + 2,69	0,00	2.966,04	
Tesouro IPCA+ 2024	15/08/2024	IPCA + 4,65	IPCA + 4,77	2.285,56	2.268,79	
Tesouro IPCA+ 2035	15/05/2035	IPCA + 5,09	IPCA + 5,21	1.307,24	1.281,93	
Tesouro IPCA+ 2045	15/05/2045	IPCA + 5,09	IPCA + 5,21	796,78	772,51	
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2020	15/08/2020	IPCA + 0,00	IPCA + 3,72	0,00	3.228,47	
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2024	15/08/2024	IPCA + 0,00	IPCA + 4,69	0,00	3.288,38	
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2026	15/06/2026	IPCA + 4,68	IPCA + 4,80	3.345,08	3.319,07	
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2035	15/05/2035	IPCA + 4,96	IPCA + 5,08	3.479,15	3.435,11	
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2045	15/05/2045	IPCA + 0,00	IPCA + 5,16	0,00	3.489,49	
Tesouro IPCA+ com Juros Semestrais 2050	15/08/2050	IPCA + 5,03	IPCA + 5,15	3.541,81	3.478,67	

[1] Mais adiante neste voto-vogal esta afirmação pode ser certificada pela Tabela 2.

- [2] Nota Técnica da SG (Superintendência Geral, área técnica do Cade), parágrafos 250 a 311, item VI.3.4. Efeitos da Operação Concreta, pag. 60 a 81.
- [3] Programa de Pós-graduação em Economia da PUC-Rio, Tese de Mestrado, defendida em março de 2018.
- [4] Nota Técnica da SG, páginas 50/51, parágrafo 214. Prospecto inicial da XP protocolado na CVM.
- [5] Nota Técnica da SG, páginas 51/52, parágrafo 216.
- [6] Segundo José Azar, Martin C. Schmalz, and Isabel Tecu, no artigo “*Anti-competitive effects of common ownership*” (jornal of finance), há correlação entre a “participação de um acionista em mais de uma empresa do mesmo mercado relevante (participação cruzada)” e o “aumento de preços e redução de competitividade neste mercado”. Embora os autores não façam uma relação de causalidade, eles trazem situações em que os acionistas, mesmo minoritários, influenciam. Para isso, eles elencam quatro mecanismos principais que reduzem a competitividade, conforme sintetizado a seguir: 1. **Inércia ou não fazer nada (forma indireta)**: a agressividade na competição em um determinado mercado exige que empresas assumam riscos, e não existe incentivo para que os executivos assumam estes riscos se os acionistas não pressionarem ativamente; 2. **Voz (forma direta)**: sabemos que acionistas demandam relatórios e possuem informações sobre o portfólio das empresas de que possuem ações. Isto permite que haja previsibilidade com relação à valoração de seu portfólio e seu comportamento de mercado. Desta forma, a competição fica prejudicada devido ao trânsito de informações; 3. **Incentivos**: fundos de investimento mais poderosos podem usar o manejo de suas ações para criar incentivos para que uma empresa aja da forma que eles desejam. Por exemplo, ameaçando vender suas ações caso não ocorra o comportamento desejado pode-se afetar o julgamento do administrador, de forma que ele não tome a decisão competitivamente ótima; 4. **Voto (forma direta)**: acionistas não votam diretamente para eleger estratégias competitivas, mas o fazem para escolher os executivos que implementarão estratégias de competição. Desta forma, um acionista pode influenciar as atividades da empresa através da escolha de um executivo menos ou mais agressivo para administrar a empresa e desenhar estratégias competitivas.
- [7] Evan, David e Schmalensee, Richard. *Some economic aspects of antitrust analysis in dynamic competitive industries*. Working paper 8268, NBER (2001).
- [8] Uma tradução livre para: “*sound antitrust economic analysis of such industries requires explicit consideration of dynamic competition*”.
- [9] Uma tradução livre para: “*most leading firms in these dynamic competitive industries have considerable short-run market power, for instance, but ignoring their vulnerability to drastic innovation may yield misleading conclusions*”.
- [10] *Firms with market power may be able to take actions that substantially reduce competition and consumer welfare in the long run, and new-economy firms may possess substantial market power. In deciding whether they do, however, it is logically necessary for courts to focus explicitly on the vigor of dynamic competition. Static market definition/market share analysis will not shed light on this issue, nor will a simple listing of past innovations.*
- [11] Vide as discussões em torno do novo programa de incentivos ao setor automotivo, o Rota 2030, que prevê renúncia fiscal de no mínimo R\$ 1 bilhão. Neste sentido vale ler o texto no Valor econômico, dia 13/12/16, intitulado Competição externa é a solução para a indústria automotiva, de Cristiane Alkmin J. Schmidt e Vinicius Carrasco.
- [12] Disponível em <https://www.yalelawjournal.org/note/amazons-antitrust-paradox>.
- [13] SKRZYPACZ, Andrezej; e MITCHELL F., Matthew, *Network externalities and long-run market shares*. Disponível em: <https://link.springer.com/article/10.1007/s00199-005-0031-0>.
- [14] HALABURDA, Hanna; JULLIEN, Bruno; YEHEZKEL, Yaron. Dynamic Competition with Network Externalities: Why History Matters. Disponível em <https://ideas.repec.org/p/tse/wpaper/30384.html>
- [15] Em julho de 2017, data um pouco depois que a operação com o Itaú foi anunciada, a XP passou a ter mais de R\$ 100 bilhões sob custódia, comparativamente a R\$ 48 bilhões em 2016.
- [16] SEGAL, Ilya; WHINSTON, Michael. Working Paper: “Antitrust in Innovative Industries”. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w11525.pdf>.

[17] Notificação em 30 de novembro de 2016 (SEI 0274976) e aprovação da operação sem restrições em 20 de dezembro de 2016 (SEI 0282670), publicado no DOU em 21 de dezembro de 2016 (SEI 0282888).

[18] A Rico teve *valuation* estimado em R\$ 13 bilhões à época do IPO da XP, com múltiplo de 25x.



Documento assinado eletronicamente por **Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt, Conselheiro(a)**, em 19/03/2018, às 17:25, conforme horário oficial de Brasília e Resolução Cade nº 11, de 02 de dezembro de 2014.



A autenticidade deste documento pode ser conferida no site http://sei.cade.gov.br/sei/controlador_externo.php?acao=documento_conferir&id_orgao_acesso_externo=0, informando o código verificador **0455496** e o código CRC **C8542329**.