

Ato de concentração Itaú Unibanco/XP Investimentos

Estudo Especial nº 47/2019 – Divulgado originalmente como boxe do Relatório de Economia Bancária (2018)

Em julho de 2017, o Itaú Unibanco S.A. (Itaú Unibanco) anunciou ao mercado que pretendia adquirir ações de emissão da XP Investimentos S.A. (XP Investimentos), controladora indireta da XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (XP Corretora), no valor de R\$5,7 bilhões, e realizar aporte de capital no valor de R\$600 milhões na XP Investimentos.¹

O presente estudo tem por objetivo descrever os principais critérios concorrenciais que nortearam a decisão do Banco Central do Brasil (BCB) tomada em agosto de 2018, no sentido de aprovar a aquisição, pelo Itaú Unibanco, de 49,9% do capital social total da XP Investimentos, com possibilidade de compra adicional limitada a 12,5% desse capital em 2022, caso tal aquisição venha a ser aprovada pelo BCB no citado ano, tendo a operação ficado condicionada à celebração de Acordo em Controle de Concentração entre a autarquia e as partes envolvidas na operação, divulgado na página do BC na internet².

Pedido de autorização para compra de participação

Por meio da operação acima mencionada, o Itaú Unibanco se tornaria acionista minoritário da XP Investimentos, com uma participação correspondente a 49,9% do capital social total e 30,1% do capital social votante. Essa participação seria adquirida da XP Controle Participações S.A. (XP Controle), controladora direta da XP Investimentos.

Adicionalmente, o Itaú Unibanco planejava adquirir:

- a) em 2020, um percentual adicional de 12,5%, que lhe garantiria 62,4% do capital social total e 40,0% das ações ordinárias da XP Investimentos (“Segunda Aquisição”); e
- b) em 2022, outro percentual adicional de 12,5%, que lhe garantiria 74,9% do capital social total e 49,9% das ações ordinárias da XP Investimentos (“Terceira Aquisição”).

Finalmente, o Acordo de Acionistas previa a possibilidade de serem efetuados os seguintes exercícios de compra e venda futura:

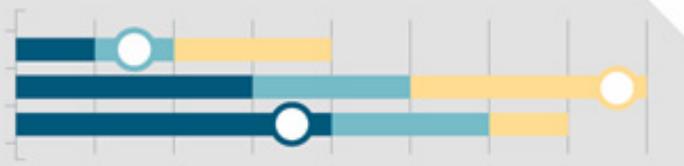
- a) a partir de 2024, a XP Controle poderia exercer uma opção de venda da totalidade de sua participação no capital social da XP Investimentos ao Itaú Unibanco; e
- b) a partir de 2033, o Itaú Unibanco poderia exercer uma opção de compra da totalidade da participação detida pela XP Controle no capital social da XP Investimentos.

Fatores analisados

O processo decisório de pedidos dessa natureza abrange essencialmente a análise de fatores concorrenciais e prudenciais. Para a análise concorrencial, conforme mais detalhes a seguir, dois aspectos principais foram considerados: (i) o modelo de negócios da XP Corretora; e (ii) o mercado de atuação em que ela se insere.

1/ Imediatamente antes da operação, a XP Controle Participações S.A. (XP Controle), holding principal do Grupo XP, detinha 66,15% do capital votante e 42,19% do capital total da XP Investimentos S.A. (XP Investimentos), a qual por seu turno detinha 100% do capital votante e total da XP Controle 3 Participações S.A. (XP Controle 3), sendo esta última controladora direta da XP Investimentos Corretora de Câmbio, Títulos e Valores Mobiliários S.A. (XP Corretora), também com 100% do capital votante e total.

2/ Disponível em <https://www.bcb.gov.br/content/estabilidadefinanceira/Documents/ACC/ACC-Itaú_Unibanco_XP.pdf>.



Modelo de negócios da XP Corretora

A XP Corretora é uma empresa que atua como plataforma aberta de investimentos. Essas plataformas possibilitam aos investidores comprarem fundos de vários gestores, o que abrange títulos públicos, emissões privadas e certificados bancários oferecidos por diversas instituições financeiras.

As plataformas abertas trazem vantagens para os investidores, que passam a ter acesso a um universo mais diversificado de ativos financeiros em um só local (*shopping center* de investimentos ou *one-stop-shop*). Elas também são vantajosas para as instituições financeiras, que passam a acessar um público maior de possíveis investidores, com potencial redução dos custos de captação, decorrente principalmente de economias de escala (aumento da oferta de produtos com consequente decréscimo dos custos médios de captação – ver estudo “Efeitos da diversificação dos canais de distribuição de instrumentos de captação de instituições financeiras”).

O Grupo XP implementou, em 2010, uma plataforma aberta de investimentos com esse objetivo, adotando, adicionalmente, o Modelo de Taxa Zero, de modo a reduzir os custos operacionais de seus clientes investidores. Esse modelo é possível porque, nas plataformas abertas de investimentos, o que importa não é o nível de preço, mas a estrutura da plataforma. Em outras palavras, ao atuarem como intermediárias entre investidores e instituições financeiras, as plataformas podem definir, de maneira flexível, os preços cobrados dos segmentos que ofertam e demandam investimentos financeiros³.

Em razão de a plataforma ser aberta e de o mercado ser de dois lados, o processo de fixação de preços obedece a uma lógica diferente daquela que se verificaria se somente existissem dois mercados isolados. Observa-se uma coordenação pelo administrador da rede, de tal maneira que o consumidor de produtos de investimento encontrará os produtos requeridos não só por estabelecimento, onde cada prateleira representará uma instituição financeira, mas também vários produtos da mesma empresa, na mesma prateleira. Por essa utilidade gerada, o consumidor não necessariamente terá de pagar; e se pagar, será em níveis mais baixos do que os praticados por outras instituições financeiras isoladamente.

O elevado potencial de crescimento dos investimentos por meio de plataformas abertas tem atraído várias instituições financeiras para modelos de negócios similares, destacando-se entre elas: Easynvest, Órama, Guide Investimentos, BTG Digital e ModalMais.

A exemplo do que ocorreu nos Estados Unidos pós-crise financeira de 2008, o crescimento das plataformas abertas de investimento no Brasil tem-se dado, em grande parte, à custa de redução das fatias de mercado das plataformas fechadas, geralmente operadas por grandes instituições financeiras. Assim, os investidores têm deixado de lado os produtos ofertados em plataforma fechada e buscado as alternativas oferecidas nas plataformas abertas em função da rentabilidade, da isenção de tarifas, do atendimento mais personalizado, da facilidade e da disponibilidade de informação, das ferramentas disponíveis na plataforma e da maior oferta de produtos.

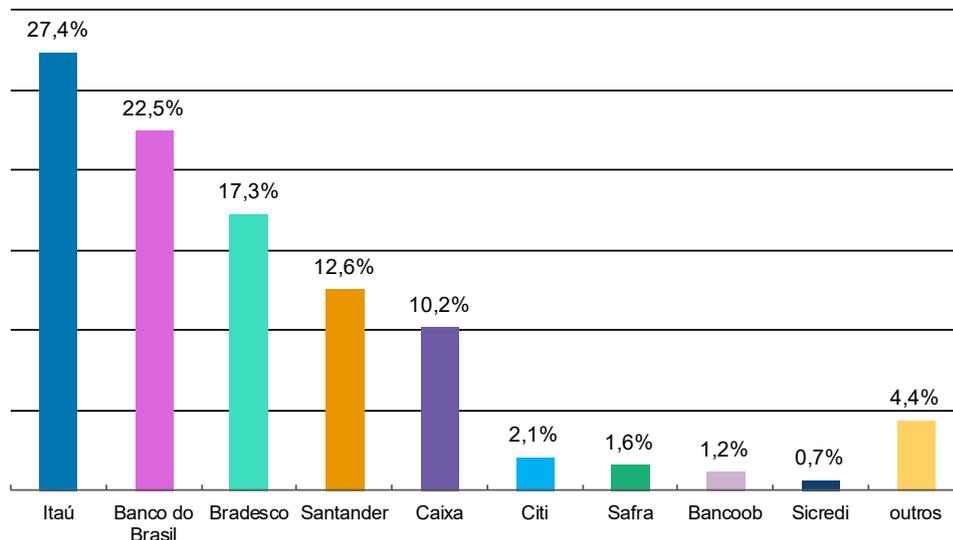
Em janeiro de 2017, mais de 90% das captações líquidas efetuadas pela XP Corretora tiveram origem em recursos dos clientes de outras instituições financeiras de grande porte, como, por exemplo, Itaú Unibanco, Banco do Brasil, Bradesco, Santander e Caixa Econômica Federal (Gráfico 1).

3/ A literatura econômica utiliza o termo mercado de dois lados (no original inglês, *two-sided markets*) para caracterizar a situação em que dois conjuntos de agentes (um ofertante e um demandante de produtos de investimentos) interagem por meio de uma plataforma intermediária.



Gráfico 1 – Percentual das captações líquidas da XP Corretora por banco de origem em janeiro de 2017

Total: R\$3,4 bi. Itaú e Citi representaram 29,5% dos recursos captados em jan/17.



Fonte dos dados: XP Corretora.

Os dados do gráfico são consistentes com a hipótese de que a operação em análise teve características defensivas, voltadas para compensar efeitos negativos suportados pelo Itaú Unibanco, decorrentes da migração de contingentes significativos de investidores de sua plataforma fechada de investimentos para a plataforma aberta de investimentos disponibilizada pela XP Corretora.

Definição do mercado relevante

Para a definição do mercado relevante de corretagem de valores, na dimensão do produto, foram considerados os ambientes em que as instituições operam na B3 S.A. – Brasil, Bolsa, Balcão (B3). Nesse ambiente, optou-se por segmentar as operações em dois grupamentos distintos, conforme o ativo negociado: a) mercado de ações; e b) mercado de mercadorias e futuros. Por sua vez, para a definição do mercado relevante de distribuição de produtos de investimentos, de acordo com a definição adotada pela Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), as plataformas abertas e fechadas foram segregadas em: a) Títulos Privados Bancários e não Bancários⁴; b) Títulos Públicos (Tesouro Direto); c) Ações + Certificados de Operações Estruturadas (COEs) + BOX⁵ + Fundos de Investimentos Imobiliários (FII); e d) Outros Fundos.

A aquisição de 49,9% da XP Investimentos possibilitaria ao Itaú Unibanco se posicionar entre as instituições líderes no mercado de corretagem. Entretanto, como esse mercado é bastante pulverizado, a operação não acarretaria acréscimo expressivo de sua participação de mercado.

Por outro lado, é no mercado de distribuição de produtos de investimentos que a operação poderia gerar maior impacto concorrencial. Conforme os cálculos realizados pelo BCB, o Itaú Unibanco passaria a deter

4/ Títulos Privados Bancários e Não Bancários incluem LCI, LCA, CDB, DPGE, LF, CRI, CRA, debêntures, entre outros.

5/ Tipo de operação no mercado de derivativos que busca simular uma operação de renda fixa por meio da combinação de compras e vendas de opções de compra e de venda para o mesmo vencimento, mas com preços de exercício e cotações de prêmios diferentes.



participação de 32,9% no mercado de distribuição de produtos de investimento, cenário que sugeria a necessidade de medidas compensatórias para limitar um eventual exercício unilateral de poder de mercado. Uma fonte adicional de preocupação no mercado relevante de distribuição de produtos de investimento era o fato de a XP Corretora ter relação estabelecida com a grande maioria dos Agentes Autônomos de Investimento (AAI), o que potencializava os efeitos anticompetitivos da participação de 32,9% nesse mercado.

Disrupção e concorrência potencial em mercados correlatos

A boa prática antitruste prescreve que a análise dos impactos competitivos de atos de concentração vá além da mensuração quantitativa do impacto da fusão sobre a concentração nos mercados relevantes imediatamente afetados pelo ato de concentração – corretagem e distribuição de produtos de investimentos, no caso. Em particular, os guias de análise de concentração enfatizam a concorrência potencial no caso dos *mavericks*, que são as empresas com modelos de negócios inovadores que desafiam incumbentes dominantes (as *fintechs*, no caso da intermediação financeira).⁶ As plataformas abertas de investimento e outros novos modelos de negócios que fazem uso intensivo de tecnologia da informação (as *fintechs*) são exemplos de *mavericks*.

O objeto de maior interesse é o impacto sobre a competição não só presente como futura e não só nos mercados relevantes imediatos, como em mercados correlatos. A análise sobre mercados relacionados é ainda mais importante quando há uma onda de inovações na indústria. Esse é claramente o caso da intermediação financeira, não só no Brasil como no mundo, o que ficou ainda mais evidenciado ao longo do tempo.⁷ A inovação em um determinado mercado pode tornar contestáveis mercados relacionados nos quais a entrada era difícil.⁸ Um ato de concentração pode parecer inofensivo à concorrência no curto prazo se considerado apenas o mercado relevante para a análise antitruste tradicional, mas pode ser deletério à concorrência futura, principalmente se esse impacto se dá em mercados correlatos.

A XP Corretora cresceu na distribuição de produtos de investimento porque uma inovação tecnológica diminuiu o valor dos canais tradicionais de distribuição desses produtos (como agência bancária): a distribuição online. Além disso, houve uma inovação organizacional, com a utilização de AAI.⁹

Assim como ocorreu nos EUA, o crescimento da base de clientes da XP Corretora se deu nos clientes atendidos primordialmente por bancos comerciais de grande porte. No entanto, era nulo o efeito do ato de

6/ O guia de análise de fusões horizontais do Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE) diz: “O Cade pode considerar que o AC que envolva uma empresa com uma estratégia de liderança de custos, de inovação ou de nicho, por exemplo, pode diminuir a concorrência atual ou potencial do segmento, diminuir a rivalidade e desestimular a inovação no mercado em análise, ainda que a variação do HHI seja baixa.” (http://www.cade.gov.br/aceso-a-informacao/publicacoes-institucionais/guias_do_Cade/guia-para-analise-de-atos-de-concentracao-horizontal.pdf/view).

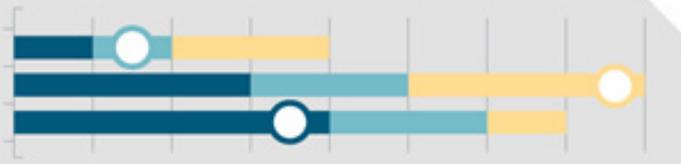
O *Horizontal Merger Guidelines* do Department of Justice e da Federal Trade Commission dos Estados Unidos da América colocam: “The Agencies consider whether a merger may lessen competition by eliminating a “maverick” firm, i.e., a firm that plays a disruptive role in the market to the benefit of customers. For example, if one of the merging firms has a strong incumbency position and the other merging firm threatens to disrupt market conditions with a new technology or business model, their merger can involve the loss of actual or potential competition.” ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205\(02\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205(02)&from=EN)).

O *Jornal Oficial da União Europeia* traz, nas suas orientações para a apreciação das concentrações horizontais nos termos do regulamento do Conselho relativo ao controle das concentrações de empresas, a seguinte assertiva: “Uma concentração com um concorrente potencial pode gerar efeitos anticoncorrenciais horizontais, coordenados ou não, se o concorrente potencial restringir de forma significativa o comportamento das empresas que desenvolvem actividades no mercado. É o que se passa se o concorrente potencial possuir activos que possam ser facilmente utilizados para entrar no mercado, sem incorrer em custos irreversíveis significativos.” ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205\(02\)&from=EN](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/PT/TXT/PDF/?uri=CELEX:52004XC0205(02)&from=EN)).

7/ A inovação em mercados correlatos, como meios de pagamento e manejo de ativos, deixou vulneráveis posições estabelecidas. A reportagem especial publicada no semanário inglês *The Economist* (03/05/2017) *Special Report: Banking* descreve com detalhes como a inovação está mudando a intermediação financeira no mundo.

8/ O exemplo emblemático é a indústria de aplicativos e sistemas operacionais. O advento da internet – em particular dos navegadores, como Netscape – tornou contestáveis os mercados de sistemas operacionais e de aplicativos. Ao expor Application Platform Interfaces (APIs), os navegadores permitiram que o uso de aplicativos – como editor de texto – seja feito por meio do navegador, de modo remoto. Ver Timothy Bresnahan, *The Economics of the Microsoft Case*, *Stanford Law and Economics Olin Working Paper No. 232*.

9/ Havia um receio da exposição a passivos trabalhistas na atividade dos AAIs, que se dissipou ao longo do tempo.



concentração sobre a fatia de mercado do Itaú Unibanco em produtos tipicamente bancários – como crédito para pessoas física e jurídica, depósitos à vista, poupança e serviços de pagamento – ou em outros produtos financeiros não bancários, como seguros e previdência. No caso dos produtos bancários, o efeito seria nulo por construção: a XP Corretora não tem autorização regulatória para ofertá-los.

No entanto, nada impede – de fato é uma estratégia de negócios perfeitamente plausível – alavancar a base de clientes conquistada na distribuição de produtos de investimentos não bancários para, no futuro, oferecer produtos bancários. De fato, como já mencionado no item 2.1, a evidência sugere que os clientes tendem a concentrar seu consumo de produtos financeiros (bancários ou não) em um só ofertante, principalmente no caso de pessoas físicas, o chamado supermercado de investimento ou *one-stop-shop*. A barreira à entrada advinda da economia de escopo no consumo foi quebrada pelas inovações de oferta em um segmento do mercado: a distribuição de produtos financeiros como fundos e títulos públicos. A entrada no segmento bancário seria um passo natural.¹⁰

A preservação da concorrência potencial deve ser levada em conta na análise concorrencial do ato de concentração. A concorrência potencial é ainda mais valiosa quando inovações em mercados correlatos sujeitam os incumbentes a pressões competitivas inesperadas. No caso em questão, a pressão competitiva vinha da inovação na distribuição de produtos de investimento.

A indústria está sujeita a outras pressões competitivas advindas de outros mercados correlatos, como o credenciamento de transações com cartão de crédito e débito, o desconto de recebíveis de cartão de crédito e a indústria de fundos na oferta de crédito. Tanto no lado do passivo – depósitos – quanto no do ativo – crédito – mercados de produtos bancários podem ser contestados por essas pressões competitivas em mercados correlatos. Ao analisar o ato de concentração, a autoridade deve ter em mente a sinalização de sua decisão para futuros atos de concentração entre empresas operando nesses mercados.

Decisão do Banco Central do Brasil

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 operação foi considerada pró-competitiva e, portanto, benéfica para o consumidor e para a eficiência da intermediação financeira. 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.

Outra medida compensatória foi a interdição da celebração de acordos de exclusividade entre a XP e seus AAIs. Dada a posição de mercado da empresa pós-aquisição no mercado relevante de distribuição de produtos financeiros, e a importância dos AAIs para os modelos de negócio das plataformas abertas, a vedação à exclusividade se fez necessária para a manutenção da simetria concorrencial.

Em suma, o BCB atuou no sentido de:

- (1) garantir a autonomia operacional e negocial da XP Corretora;
- (2) mitigar o eventual risco de acesso privilegiado, pelo Itaú Unibanco, à base de clientes e de prestadores de serviços relacionados às atividades fim da XP Corretora, bem como sua utilização de forma “casada” com os objetivos do Itaú Unibanco; e

10/ A XP tem um pedido de abertura de banco comercial em curso no Banco Central.



- (3) mitigar o risco de ações coordenadas de exercício de poder de mercado pelo Itaú Unibanco e pela XP Corretora.

Com base nessa avaliação de riscos, em 9 de agosto de 2018 foi assinado pelo BCB, pelo Itaú Unibanco e pela XP Investimentos um Acordo em Controle de Concentração (ACC) que estabelece as seguintes condições principais, vigentes por prazos mínimos que variam entre 8 e 15 anos da data de assinatura:

- a) não indicação pelo Itaú Unibanco de executivos em área financeira ou de negócios da XP Investimentos pelo prazo de 15 anos;
- b) não aquisição pelo Itaú Unibanco de novas plataformas eletrônicas para oferta de produtos de investimentos, ou de entidades que administrem tais plataformas, pelo prazo de 8 anos;
- c) limitação da aquisição de ações pelo Itaú Unibanco a 49,99% do capital da XP Investimentos, com possibilidade de compra adicional limitada a 12,5% do capital total em 2022, caso venha a ser aprovada pelo BCB no citado ano;
- d) proibição de interferência do Itaú Unibanco nas decisões negociais da XP Investimentos e da XP Corretora pelo prazo de 15 anos;
- e) proibição de a plataforma da XP Corretora instituir práticas discriminatórias, no tocante às condições de acesso de instituições financeiras ofertantes de produtos de investimento financeiro, especialmente no que se refere ao preço pago por tais instituições financeiras, que consiste na porcentagem da remuneração dos produtos que é destinada à XP Corretora, pelo prazo de 8 anos;
- f) divulgação ampla, pela XP Corretora, da política de acesso a suas plataformas eletrônicas de negociação de produtos, pelo prazo de 8 anos;
- g) proibição de contratação, pela XP Corretora ou por outras instituições financeiras do XP, de AAI com exclusividade, salvo em caso de determinação regulamentar específica, pelo prazo de 8 anos;
- h) proibição de acesso privilegiado do Itaú Unibanco à base de dados da plataforma XP Investimentos pelo prazo de 15 anos;
- i) não aquisição pela XP Corretora e por outras instituições financeiras do Grupo XP, de novas plataformas eletrônicas para oferta de produtos de investimentos, ou de entidades que administrem tais plataformas pelo prazo de 8 anos; e
- j) proibição de contratação privilegiada, pela XP Corretora ou por outras instituições financeiras do Grupo XP, de serviços bancários ofertados pelo Itaú Unibanco, pelo prazo de 8 anos.

Considerações finais

A análise efetuada pelo BCB no caso descrito reafirma a necessidade de que a abordagem de atos de concentração seja voltada tanto para os aspectos quantitativos quanto para os aspectos qualitativos de cada situação, devendo ser atribuída especial relevância às consequências que a operação pode produzir sobre os mercados relevantes afetados e sobre os mercados correlatos, de modo a mitigar, inclusive por meio de medidas compensatórias, o risco de consolidação, ao longo do tempo, de estruturas em que as condutas prejudiciais ao ambiente concorrencial se mostrem mais prováveis.

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.

As referidas medidas buscam ainda assegurar que a atuação da XP Corretora, por meio de sua plataforma eletrônica, seja cada vez mais transparente e isenta de possíveis componentes discriminatórios, o que facilita o acesso de uma ampla gama de instituições financeiras, notadamente bancos pequenos e médios, interessadas em ofertar seus produtos ao grande público.

Por fim, as medidas compensatórias, ao manterem a independência da XP Corretora e assegurarem a isonomia concorrencial entre ela e outras plataformas similares, fomentam a concorrência e, portanto, a eficiência do sistema financeiro e o bem-estar do consumidor de serviços de intermediação financeira.