

Universidade Federal do Rio de Janeiro

Instituto de Economia

Programa de Pós-Graduação em Economia

Dissertação de Mestrado

***Fintech* e Concorrência nos Mercados de Serviços
Financeiros: Desafios para a Política de Defesa da
Concorrência**

Caio Bertoni Viana Rocha

Orientadora: Prof.^a Dr.^a Camila Gabral Pires Alves

Rio de Janeiro
2019

Caio Bertoni Viana Rocha

***Fintech* e Concorrência nos Mercados de Serviços
Financeiros: Desafios para a Política de Defesa da
Concorrência**

Dissertação apresentada ao Programa
de Pós-Graduação em Economia do
Instituto de Economia da Universidade
Federal do Rio de Janeiro como parte
dos requisitos necessários à obtenção
do título de Mestre em Economia.

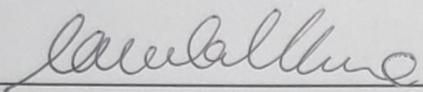
Orientadora: Prof.^a Dr.^a Camila Cabral Pires Alves

Rio de Janeiro
2019

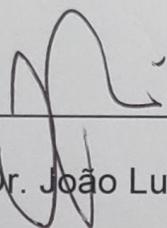
***Fintech* e Concorrência nos Mercados de Serviços Financeiros: Desafios para a Política de Defesa da Concorrência**

Dissertação apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Mestre em Economia.

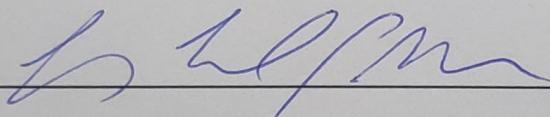
Banca Examinadora



Prof^a. Dr^a. Camila Cabral Pires Alves (Orientadora)



Prof^o. Dr. João Luiz Simas Pereira de Souza Pondé (UFRJ)



Prof^o. Dr. Carlos Emmanuel Joppert Ragazzo (FGV)

FICHA CATALOGRÁFICA

R672 Rocha, Caio Bertoni Viana
Fintech e Concorrência nos Mercados de Serviços Financeiros: desafios para a
Política de Defesa da Concorrência / Caio Bertoni Viana Rocha. - 2019.
160 f.; 31 cm.

Orientador: Camila Cabral Pires Alves.
Dissertação (mestrado) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de
Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e Tecnologia,
2019.

Bibliografia: f. 150–160.

1. Concorrência – Mercado de Serviços Financeiros. 2. Fintech. 3. Modelos de
negócios. I. Alves, Camila Cabral Pires, orient. II. Universidade Federal do Rio de
Janeiro. Instituto de Economia. III. Título.

CDD 338.7

RESUMO

O amplo rol de produtos e serviços financeiros inovadores que podem ser criados a partir das chamadas tecnologias *fintech* pode dar origem a novas empresas e modelos de negócios inovadores, impactando a dinâmica concorrencial do setor financeiro. Neste trabalho se busca identificar e discutir os desafios para a defesa da concorrência decorrentes das características observadas nos mercados impactados pelo desenvolvimento dessas empresas, serviços e modelos de negócios. Dentre as principais características identificadas estão o importante papel da concorrência schumpeteriana, a existência de plataformas multilaterais, o uso intensivo de algoritmos, a presença de importantes relações verticais e a importância de infraestrutura essencial (*essential facilities*). Com auxílio da literatura, foram discutidas as limitações e necessidades de adaptação da política antitruste para lidar com os desafios e implicações decorrentes dessas características. Destaca-se a complexidade para a delimitação de mercados relevantes e determinação de poder de mercado, uma vez que os métodos tradicionais não são suficientes para se lidar com as características que as *fintech* trazem para os mercados. Esses desafios e implicações foram exemplificados por meio do estudo dos casos Apple Pay Austrália e Itaú-Unibanco/XP.

Palavras-chaves: Fintech, Concorrência, Defesa da Concorrência, Política Antitruste

ABSTRACT

The broad range of innovative financial products and services that can be created from so-called fintech technologies can give rise to new start-ups and innovative business models, impacting the competitive dynamics of the financial sector. This paper aims to identify and discuss the challenges for antitrust policy arising from the characteristics observed in the markets impacted by the development of these companies, services and business models. Among the main characteristics identified are the important role of Schumpeterian competition, the existence of multi-sided platforms, the intensive use of algorithms, the presence of important vertical relationships and the importance of critical assets. With the help of the literature, the limitations and adaptation needs of antitrust policy to address the challenges and implications arising from these characteristics were discussed. The complexity of defining relevant markets and determining market power stands out, since traditional methods are not sufficient to deal with the characteristics that fintech brings to markets. These challenges and implications were exemplified by the analysis of Apple Pay Australia and Itaú-Unibanco / XP cases.

Keywords: Fintech, Competition, Antitrust, Antitrust Policy

Agradecimentos

Diferentemente do que eu mesmo pensava antes de iniciar esta empreitada, desenvolver uma dissertação de mestrado não é uma tarefa simples. Exige persistência, paciência e muito auxílio.

No meu caso, esse auxílio teve diversas origens e eu não poderia me furtar de agradecer àqueles que estiveram comigo nessa caminhada.

Primeiramente, agradeço a Deus, que me deu a vida e a cada dia me dá sabedoria, saúde e refúgio.

Agradeço à minha família, especialmente meus pais, Sueli e Hélio, e minha irmã, Thaís, pelo amor, carinho e apoio incondicional em todos os momentos de minha vida.

Agradeço à minha companheira de vida, Andressa, pelo amor, carinho, compreensão, apoio e incentivo.

Agradeço a meus sogros e cunhados, em especial Suzane e Glauco, que me receberam em sua casa quando da minha chegada ao Rio de Janeiro e me apoiaram de diversas formas ao longo dos últimos anos.

Agradeço aos meus sobrinhos, Pedro, Rafael e João, que são minha maior fonte de alegria e inspiração para acreditar em um futuro melhor.

Agradeço à minha orientadora, Camila Cabral Pires Alves, por sua dedicação, disponibilidade, apoio, orientação, paciência e rigor. Sem seu esforço, este trabalho não seria uma realidade e eu certamente teria uma formação menos completa.

Agradeço aos professores membros de minha banca de qualificação, Luiz Carlos Delorme Prado e João Luiz Pondé, cujas contribuições foram essenciais para que esse trabalho tomasse forma.

Agradeço a Marcos Lyra, colega responsável por me apresentar a defesa da concorrência e grande companheiro nessa caminhada.

Agradeço aos professores que fizeram parte dessa caminhada e com os quais tive a honra de aprender economia, em especial Mário Luiz Possas, Marina Szapiro, José Eduardo Cassiolato, Carlos Frederico Rocha, Fábio Freitas, Marta Castilho, Esther Dweck, Eduardo Pontual, Carlos Pinkusfeld, Ricardo Bielschowsky, Ricardo Summa, Lia Hasenclever e Maria Tereza Leopardi.

Agradeço a meus colegas do IE, Matheus Ramalho, Marcelo Tonon, Pedro Lima, Carlos Nascimento, Nikolas Passos, Bruno Theodosio, Henrique Lacerda, Guilherme Haluska, Felipe Amaral, Nathalia Guimarães, Natassia Nascimento, Tassia Holguin, Thiego Ferreira, Fernando Fellows, entre outros. Podem ter certeza que nossa agradável convivência enriqueceu minha formação em economia e ajudou em meu amadurecimento como ser humano.

Agradeço aos funcionários do IE, em especial Beth e Fábio, pela atenção e apoio ao longo dos anos que passei na instituição.

Por fim, agradeço ao povo brasileiro que, por meio da CAPES, me forneceu os recursos para que fosse possível o desenvolvimento deste trabalho.

Não obstante, gostaria de frisar que eventuais erros e omissões que porventura encontrem-se presentes neste trabalho são de minha inteira responsabilidade.

Lista de Tabelas

Tabela 1: Categorização de Serviços Oferecidos por Meio de *Fintech*..... 23

Lista de Figuras

Figura 1: Etapas da Cadeia de Pagamentos	28
Figura 2: Visão Esquemática da Cadeia de Pagamentos Tradicional	28
Figura 3: Visão Esquemática de <i>P2P Lending</i>	31
Figura 4: Cadeia de Valor da Categoria de Seguros	33
Figura 5: Visão Esquemática do Modelo de Negócios de Gestão Financeira e Informações	36
Figura 6: Cadeia de Valor Simplificada de Criptomoedas	38

Sumário

Introdução	13
Capítulo 1 – Visão Geral sobre Fintech: definições, organização e concorrência	16
1.1 O Conceito de <i>Fintech</i>	16
1.2 Serviços Financeiros Baseados em <i>Fintech</i> : Classificação e Apresentação	21
1.2.1 Depósitos	25
1.2.2 Pagamentos e Transferências	26
1.2.3 Crédito e Empréstimos	30
1.2.4 Seguros	33
1.2.5 Investimentos e Gestão de Ativos	34
1.2.6 Gestão Financeira e Informações	35
1.2.7 Moedas Digitais	36
1.3 Características gerais e concorrência nos mercados de serviços financeiros impactados por <i>fintech</i>	39
Capítulo 2 – <i>Fintech</i> e Defesa da Concorrência: Desafios e Implicações	46
2.1 Teoria de Defesa da Concorrência: Aspectos Gerais	47
2.1.1 Política de Defesa da Concorrência: princípios, objetivos e principais conceitos	47
2.1.2 Atos de Concentração (AC)	51
2.1.3 Condutas Anticompetitivas	53
2.2 Teoria de Defesa da Concorrência e Principais Características Concorrenciais: desafios e implicações	55
2.2.1 Concorrência Schumpeteriana e Defesa da Concorrência	55
2.2.2 Plataformas Multilaterais e Defesa da Concorrência	65
2.2.3 Condutas Exclusionárias, Acesso a Infraestrutura Essencial e Estratégias de Verticalização e Restrições Verticais	72
2.2.4 Utilização de algoritmos	78
2.3 Os desafios, implicações e os serviços baseados em <i>fintech</i>	79
2.3.1 Questões Gerais	80
2.3.2 Depósitos	85
2.3.3 Pagamentos e Transferências	86
2.3.4 Crédito e Empréstimos	88
2.3.5 Seguros	90
2.3.6 Investimentos e Gestão de Ativos	91
2.3.7 Gestão Financeira e Informações	93
2.3.8 Moedas Digitais	93
2.4 Comentários finais sobre o capítulo	95
Capítulo 3 – Estudos de Casos	97

3.1 Apple Pay Austrália (2017)	99
3.1.1 Apresentação do caso	100
3.1.2 Análise das Autoridades	105
3.1.3 Análise do caso a partir das questões e dos desafios levantados	118
3.2 Itaú-Unibanco/XP (2018)	124
3.2.1 Apresentação do Caso	125
3.2.2 Análise das Autoridades	128
3.2.3 Análise do caso a partir das questões e dos desafios levantados	140
Conclusão	145
Referências Bibliográficas	150

Introdução

Empresas conhecidas como *fintechs*¹ - do inglês *financial technology* - vêm revolucionando a maneira de se prover serviços financeiros no Brasil e no mundo. Graças ao intenso desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação (TIC) nas últimas décadas, hoje é possível realizar diferentes operações bancárias e financeiras de maneira simples, ágil e segura, bastando para isso que se tenha acesso à Internet em um *smartphone* ou computador pessoal. O amplo rol de produtos e serviços financeiros inovadores que podem ser criados a partir dessas novas tecnologias gera oportunidades de novos modelos de negócios, o que pode abrir importantes possibilidades de melhoria dos serviços e de surgimento de novos serviços. Obviamente, inovações dessa monta acarretam impactos na dinâmica concorrencial dos diversos mercados envolvidos.

Não é de se estranhar que essa nova realidade traga desafios para as políticas que tenham que lidar com aspectos concorrenciais de mercados de serviços financeiros, sendo essas a regulação financeira e a política de defesa da concorrência². Sobre essa última, em particular, o advento de novos modelos de negócios e novos mercados torna essencial o estudo dos mesmos, a fim de entender seus possíveis impactos concorrenciais e construir um conjunto de recomendações para o tratamento de questões antitruste a serem enfrentadas, sempre com a visão de que as autoridades antitruste devam ter como seu objetivo principal a promoção da concorrência em prol do bem-estar e da eficiência econômica.

A história mostra que o progresso tecnológico no setor financeiro, por si só, não significa apropriação automática de benefícios pela sociedade como um todo. Os estudos

¹ O primeiro capítulo deste trabalho traz uma discussão detalhada sobre o conceito de *fintech*.

² Neste trabalho, os termos antitruste, defesa da concorrência e política da concorrência são utilizados como sinônimos.

de Philippon (2015), Philippon (2017) e Bazot (2013) indicam que em países como Estados Unidos, Alemanha, Reino Unido e França, o custo unitário de intermediação financeira permaneceu praticamente constante ao longo dos últimos 130 anos, apesar do intenso desenvolvimento das tecnologias de informação e comunicação no período. Ou seja, os benefícios pecuniários do progresso tecnológico foram quase que completamente apropriados pelas próprias instituições financeiras.

Esta dissertação busca auxiliar a implementação da política de defesa da concorrência nas discussões futuras que derivem de casos que envolvam *fintechs*, identificando as principais questões e desafios envolvidos para o seu desempenho adequado e propondo, quando possível dado o estágio inicial do debate, quais seriam as melhores formas de enfrentá-los. A fim de se construir o caminho para atingir o objetivo principal do trabalho, surgem alguns objetivos secundários, sendo esses: (i) caracterizar o fenômeno das *fintechs*; (ii) mapear e analisar, de maneira abrangente, os impactos prováveis e preocupações relevantes para a concorrência, decorrentes do desenvolvimento das *fintechs*; (iii) identificar as abordagens antitruste que contemplam as características dos mercados afetados pelas *fintechs*, ou seja, considerar respostas para problemas similares indicados na literatura; (iv) avaliar experiências nacionais e internacionais disponíveis a partir de casos analisados por autoridades antitruste. Sem a pretensão de trazer conclusões definitivas, espera-se que este texto possa servir de apoio a outros estudos que venham a explorar o tema cuja discussão, ao menos acadêmica e apesar de ser essencial, ainda está no início.

Tendo esses objetivos em vista, adota-se neste trabalho uma metodologia que aborda tanto aspectos teóricos quanto práticos da questão proposta. Pelo fato da literatura acadêmica específica sobre *fintech* ainda ser limitada e incipiente, busca-se angariar o máximo de informações e análises da literatura teórica e prática, de natureza antitruste e

por vezes regulatória, aplicadas ou não diretamente a mercados do setor financeiro. A interpretação dessas informações à luz dos conceitos da teoria antitruste possibilita esse exercício de análise. Finalmente, para além da revisão de literatura, sob o ponto de vista metodológico, a dissertação apresenta dois estudos de caso (Apple Pay Austrália e Itaú-Unibanco/XP), escolhidos de modo a exemplificar e ampliar as questões abordadas previamente. A análise dos casos é realizada com base em documentos públicos e oficiais.

O trabalho é composto de três capítulos, além desta introdução e da conclusão. No primeiro capítulo, é apresentada uma visão geral do fenômeno *fintech*. Essa apresentação inclui a delimitação do próprio conceito de *fintech* e o mapeamento e descrição das cadeias de valor e principais modelos de negócios presentes nos setores nos quais se observa o desenvolvimento de *fintechs*, segundo uma classificação de tipos de serviços impactados por essa tecnologia. Ao final do capítulo, são mapeadas as principais características concorrenciais identificadas nesses tipos de serviços que podem trazer implicações à concorrência e desafios à política antitruste.

Já o segundo capítulo é dedicado à discussão de aspectos teóricos e práticos de defesa da concorrência e ao mapeamento e análise dos desafios e questões que o fenômeno da *fintech* pode trazer à concorrência e suas implicações para a política antitruste. São identificadas tanto questões gerais, ou seja, que permeiam todos os tipos de serviços impactados por *fintech*, quanto questões específicas a determinados serviços.

Por fim, no terceiro capítulo, são analisados casos, envolvendo *fintechs*, julgados por autoridades de defesa da concorrência. Para cada um dos casos, são apresentados comentários ao final, a partir do desenvolvimento obtido nos capítulos anteriores.

Capítulo 1 – Visão Geral sobre Fintech: definições, organização e concorrência

O termo *fintech*³ é recente e impreciso, bem como seus desdobramentos ainda difusos. Este capítulo tem como objetivo principal oferecer ao leitor uma visão, ao mesmo tempo introdutória e abrangente, sobre o fenômeno *fintech*, a fim de sustentar a discussão antitruste que será levada a cabo na sequência deste trabalho. Neste sentido, cumpre apresentar o conceito de *fintech* e discuti-lo a partir de suas aplicações, ressaltar os diferentes formatos de serviços baseados em *fintech* e levantar as principais características que podem influenciar a concorrência nos mercados afetados por esta tecnologia.

1.1 O Conceito de *Fintech*

Sem a pretensão de apresentar uma definição conclusiva para o termo, é necessário que seja feita uma discussão sobre o significado que a palavra *fintech* toma neste trabalho. A importância dessa discussão se dá, em primeiro lugar, pela necessidade de se definir e apresentar o conceito *fintech* com a profundidade adequada ao desenvolvimento subsequente do trabalho. Além disso, a abordagem conceitual se justifica pelo emprego recente e ainda de maneira imprecisa do termo. Como poderá ser observado adiante, seja em trabalhos acadêmicos, documentos governamentais, estudos realizados por órgãos de regulação, seja na imprensa ou meio empresarial, o termo *fintech* é utilizado de maneiras distintas, sem necessariamente haver convergência plena entre os significados.

De uma maneira geral é possível encontrar três usos principais do termo. O primeiro designa *fintech* como uma tecnologia, tal como a definição proposta pelo *Financial Stability Board* (FSB):

“FinTech is defined as technology-enabled innovation in financial services that could result in new business models, applications, processes or products with an associated material effect on the provision of financial services.” (FSB, 2017; p.7)

³ *Fintech*: Acrônimo para “*Financial Technology*”

A definição do FSB também é utilizada por Schindler (2017), que traz uma lista não-exaustiva de exemplos de itens que o autor considera que estariam contemplados naquela definição:

“By my own estimation, items that would be considered FinTech according to this definition include (but are not limited to): online marketplace lending (called peer-to-peer lending by some), equity crowdfunding, robo-advice, financial applications of distributed ledger technology, and financial applications of machine learning (also referred to as artificial intelligence and machine intelligence).”
(Schindler, 2017; p.2)

Uma segunda definição, amplamente adotada, trata *fintech* como empresas de base tecnológica com atuação em mercados de serviços financeiros. O Banco Central do Brasil (BCB), por exemplo, apesar de em seu Relatório de Economia Bancária de 2017, citar a definição de *fintech* proposta pelo *Financial Stability Board* (FSB), no mesmo documento, utiliza o termo *fintech* para denominar as “...*startups*⁴ intensivas no uso de tecnologia financeira...” (BCB, 2017, p.11). O mesmo ocorre no meio empresarial, em relatórios e estudos sobre *fintech* desenvolvidos por consultorias internacionais⁵. Em estudo desenvolvido junto ao SEBRAE⁶, a ABFintechs define as *fintechs* como “...empresas que aplicam alta tecnologia em soluções voltadas para o setor financeiro” (ABFintechs, 2018, p.4). Desta forma, é possível afirmar que, ao menos no mercado brasileiro, o termo *fintech* é utilizado praticamente como sinônimo de empresa *fintech*. Nesse sentido, segundo essa terminologia, o conceito estaria se aproximando do que se designaria como empresas *startups* ou empresas de tecnologia com atuação em diversos mercados de serviços no setor financeiro⁷.

⁴*Startup* pode ser definida como uma firma independente, criada recentemente por um ou mais empreendedores (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019)

⁵ KPMG. Pulse of Fintech, 2018; PwC. Global Fintech Report, 2017.

⁶ ABFintechs. Catálogo Fintechs, 2018.

⁷ Esse enquadramento será útil e mais bem explorado na sequência do trabalho.

Já uma terceira definição, utilizada por Schueffel (2016), é fruto da proposta desse autor em apresentar uma definição científica para o termo *fintech* e o associa a um novo mercado propriamente dito. Ao revisar mais de 200 artigos acadêmicos⁸ publicados ao longo de 40 anos, o autor apresenta a seguinte definição: “*Fintech is a new financial industry that applies technology to improve financial activities.*” (Schueffel, 2016; p.45).

Em HM Treasury (2018), encontra-se uma quarta definição, que pode ser interpretada como uma síntese das anteriores:

“The term ‘Fintech’ is used interchangeably to describe both technology-driven innovation across financial services and to pick out a specific group of firms that combine innovative business models with technology to enable, enhance, and disrupt the financial services sector.”(HM Treasury, 2018; p.3)

É importante se ter em conta, no entanto, que na visão apresentada em HM Treasury (2018), o termo *fintech* não está associado à simples utilização de tecnologia para a replicação de modelos de negócio tradicionais. Nessa publicação se preconiza que as *fintechs* são caracterizadas pela combinação de tecnologia e modelos de negócio disruptivos. Beaudemoulin et al. (2017) seguem a mesma linha e complementam chamando a atenção para o fato de que, frequentemente, empresas *fintech* atuam em nichos específicos de mercado, buscando vantagens comparativas em termos de preço e qualidade.

Assim sendo, percebe-se que enquanto a definição do FSB (2017), também adotada por BCB (2017) e Schindler (2017), coloca ênfase na inovação sob diferentes formas, gerada pela aplicação de tecnologias com impacto real na oferta de serviços financeiros, a definição alternativa de Schueffel tem seu foco no surgimento de um novo mercado criado

⁸ Schueffel (2016) buscou citações do termo *fintech* em jornais como EBSCO, Business Source Premier, Directory of Open Access Journals (DOAJ), Emerald Insight, JSTOR, SAGE, Science Direct, Springer Link, Taylor Francis, and Wiley Online Library, sem restrição da data de publicação e nem do tema da publicação

a partir do uso da tecnologia. O que se faz comum em todas as definições, entretanto, é o caráter tecnológico e de inovação associado ao mercado financeiro.

Outro ponto que naturalmente permeia a definição empregada, em especial quando discutidos os perfis possíveis apresentados anteriormente, é a forma em que se dá a concepção e introdução da inovação em questão. Assim, é importante retirar a ideia de que a adoção de *fintech* é exclusividade de empresas pequenas, jovens e novatas no setor financeiro. Não há impedimento definitivo aparente para que empresas já estabelecidas neste setor (e em outros) possam desenvolver e oferecer novos produtos e serviços de base tecnológica.

Inclusive vale notar, a título de exemplificação, que importantes incumbentes do setor bancário brasileiro possuem iniciativas de desenvolvimento de novos negócios baseados em tecnologia, tanto de caráter interno quanto de prospecção de oportunidades de investimentos em empresas *fintechs* e outros tipos de *startups* que possam ter algum tipo de sinergia com os negócios da incumbente. Entre essas iniciativas, cabe destacar, conforme revelado em pesquisa aos portais das empresas, o Laboratório Avançado do Banco do Brasil (LABBS⁹), a Inovabra¹⁰ do Bradesco, o Cubo¹¹ do Itaú e o BMG Uptech¹². Outro dado relevante é que, em termos mundiais, segundo a PwC, 82% dos incumbentes esperam aumentar parcerias com empresas *fintech* nos próximos anos¹³. Ou seja, empresas já estabelecidas pretendem utilizar *fintech* em seus negócios no futuro próximo.

Assim como ocorre para a introdução de inovação em outros setores, a cooperação tecnológica e absorção de tecnologias via aquisição são também estratégias viáveis a este setor. Dessa forma, é evidente que a inovação com base tecnológica na indústria de

⁹ <https://www.labbs.com.br/>

¹⁰ <https://inovabra.com.br/subhomes/habitat/>

¹¹ <https://cubo.network/>

¹² <http://bmguptech.com.br/>

¹³ PwC. Global Fintech Report, 2017.

serviços financeiros pode vir por iniciativa tanto de novos entrantes quanto de incumbentes¹⁴.

Entretanto, com um olhar atento à realidade do setor, ao se analisar a inovação em *fintech*, percebe-se que o desenvolvimento de empresas e modelos de negócios dá-se tanto pelo esforço de grandes firmas quanto pelo de pequenos empreendedores. Ao mesmo tempo que existem ações de incumbentes do setor financeiro¹⁵ e de outros setores¹⁶ para desenvolver negócios baseados em tecnologia e a presença das chamadas *big techs*¹⁷, parte importante dos negócios são desenvolvidos por empreendedores individuais¹⁸.

Por fim, vale notar que, ao longo do trabalho, escolheu-se utilizar o termo “*fintech*”¹⁹ para designar tecnologias que possibilitam a criação de novos produtos, serviços e modelos de negócio na indústria de serviços financeiros e correlatos e a expressão “empresa *fintech*”²⁰ para fazer referência a firmas cujas operações sejam baseadas majoritariamente nessas tecnologias. Não se fará distinção entre a natureza da empresa que faz uso desta tecnologia, podendo ela ser do setor financeiro ou não, tampouco se fará distinção acerca do arranjo que viabiliza a introdução da inovação (operação por meio de empresa autônoma e independente, via cooperação, por aquisição, etc.).

¹⁴ O termo “incumbente” é utilizado neste texto para designar empresas já estabelecidas, seja no setor financeiro ou em outros setores da economia.

¹⁵ Vide iniciativas apresentadas neste texto: Laboratório Avançado do Banco do Brasil (LABBS), a Inovabra do Bradesco, o Cubo do Itaú e o BMG Uptech.

¹⁶ Exemplos são as distribuidoras de combustíveis que oferecem soluções de pagamentos digitais para seus clientes por meio de aplicativos que podem funcionar tanto por meio de uma carteira virtual assim como por meio de um esquema de pré-pagamento onde o cliente faz “depósitos” em sua conta por meio de boleto ou cartão de crédito. No Brasil, exemplos desse tipo de modelo de negócio são o Shell Box e o Abastece Aí, da Ipiranga.

¹⁷ Exemplos são os serviços de pagamentos móveis oferecidos por grandes empresas de tecnologia, tais como Apple Pay, Google Pay, Samsung Pay e Mi Pay.

¹⁸ No Brasil, 52% das *fintechs* possuem menos de 10 empregados e 58% ainda não atingiram o *breakeven*. 58% dos empreendedores desse ramo possuem formação superior em administração ou tecnologia da informação enquanto 47% deles possuem menos de 40 anos e 72% menos de 50 anos. A maior parte deles tem experiência prévia, seja como executivo ou como empreendedor e mais da metade recebeu algum tipo de investimento, concentrado nas faixas de “abaixo de R\$1 milhão” e “entre R\$1 milhão e R\$ 5 milhões” (ABFintechs, 2018).

¹⁹ Expressões como “tecnologias *fintech*” podem ser utilizados como sinônimos por motivos estilísticos.

²⁰ Expressões como “firma *fintech*” e “companhia *fintech*” podem ser utilizados como sinônimos por motivos estilísticos.

1.2 Serviços Financeiros Baseados em *Fintech*: Classificação e Apresentação

Os serviços e produtos associados a tecnologias *fintech* ou ofertados por empresas *fintech* são diversos e parte importante das questões concorrenciais relacionadas depende do tipo de serviço que se está analisando. Por conta disso, torna-se essencial a definição de uma classificação desses serviços nos seus mais variados tipos, de modo a agrupar aqueles que possuam naturezas similares e que levem as mesmas questões concorrenciais entre si e, ao mesmo tempo, deem origem a uma classificação que seja capaz de representar a realidade atual do mercado *fintech*, especialmente no Brasil.

Desta forma, buscou-se primeiramente, na literatura, classificações já propostas. À primeira vista, percebe-se que ainda não existe um consenso (e nem mesmo uma discussão consolidada) sobre a classificação de serviços oferecidos por meio de *fintech*. Isso ocorre, provavelmente, tanto pelo fato deste fenômeno ser relativamente novo quanto pela rapidez com a qual ocorrem mudanças nos mercados afetados ou criados pelas *fintech*.

Em publicações brasileiras, foram identificadas as classificações utilizadas pela Fintechlab (2017) e pela ABFintechs (2018). Por se tratar de publicações focadas em empresas puramente *fintech*, essas classificações buscam agrupar as empresas segundo os principais serviços ofertados. Já as classificações propostas pelas consultorias PwC (2017) e EY (2017) agrupam os serviços prestados em grandes conjuntos. Por sua vez, os trabalhos publicados pela IOSCO (2017) e Parlamento Europeu²¹ (com auxílio da consultoria Iclaves) utilizam a mesma lógica de classificar os serviços, porém tratam de um maior número de grupos do que os trabalhos de PwC e EY, inclusive expandindo o conceito

²¹ European Parliament (2018)

de *fintech* definido na seção anterior deste trabalho e incluindo serviços de suporte, como infraestrutura, segurança e *analytics* no rol de serviços *fintech*.

Na Tabela 1 é apresentada a visão geral dessas seis classificações descritas:

Tabela 1: Categorização de Serviços Oferecidos por Meio de *Fintech*

IOSCO	PwC	EY	Iclaves	Fintechlab	ABFintechs
Pagamentos	Serviços de Transações e Pagamentos	Transferência Monetária e Pagamentos	Pagamentos, Transferências e Forex ²²	Pagamentos/ Câmbio	Meios de Pagamento/ Câmbio
Seguros	Seguros	Seguros	Insurtech ²³	Seguros	Seguros
Planejamento		Planejamento Financeiro	Gestão Financeira Pessoal	Gestão Financeira	Gestão Financeira
<i>Trading</i> e Investimentos	Gestão de Ativos e Riqueza	Poupança e Investimentos	Gestão de Ativos e Riqueza	Investimentos	Gestão de Investimentos
<i>Blockchain</i>			Moedas Digitais	Criptomoedas e DLT	Moedas digitais e <i>Blockchain</i>
Empréstimos e <i>Crowdfunding</i>		Empréstimos	Empréstimos e Patrimônio líquido	Empréstimos/ Negociação de Dívidas/ <i>Funding</i> ²⁴	Créditos, financiamentos e negociação de dívidas/ <i>Crowdfunding</i>
Dados e <i>Analytics</i>					
Segurança Digital			Tecnologias Facilitadoras e Infraestrutura		
	<i>Banking</i>		<i>Banking</i>	Multisserviços	Bancos Digitais
					Eficiência Financeira/ Outros

Fonte: Elaboração própria

Tendo isso em vista, é proposta neste trabalho uma nova classificação em grupos de serviços. A ideia é buscar um agrupamento em um nível de agregação satisfatório para a análise de questões e desafios concorrenciais, sem fugir demasiadamente das

²² Forex: Mercado internacional, descentralizado, de compra e venda de moedas nacionais.

²³ *Insurtech*: Acrônimo formado pelas palavras inglesas “*Insurance*” (Seguro) + “*Technology*” (Tecnologia)

²⁴ A barra “/” indica que no documento original cada descrição é uma categoria distinta

classificações correntes. Todavia, é importante ter-se em mente que o nível de agregação utilizado está, para a maioria dos casos, considerando similaridades de especificações técnicas, e considerando atributos ligados à demanda e à oferta, o que as aproximaria a uma definição de mercados pertencentes ao setor de serviços financeiros, porém em um patamar mais amplo que as dimensões apropriadas para a determinação de mercados relevantes em análises antitruste. Como será possível perceber ao longo do documento, os mercados relevantes representam partes ou mesmo etapas das cadeias de valor das categorias aqui descritas.

Os principais pontos que diferem esta classificação daquelas mapeadas anteriormente são: a divisão da categoria “*banking*” entre as categorias “depósitos” e “crédito e empréstimos” e a exclusão de serviços de suporte²⁵. Vale aqui mencionar, que serviços relacionados a câmbio podem ser enquadrados nas categorias “gestão financeira e informações” (plataformas de comparação de taxas e preços de serviços de câmbio), “investimentos e gestão de ativos” (ex.: fundos de *hedge* e contratos de *swap* cambial) e “pagamentos e transferências” (ex.: pagamentos e transferências em moeda estrangeira).

A classificação é composta pelos seguintes tipos de serviços: depósitos, pagamentos e transferências, crédito e empréstimos, seguros, investimentos e gestão de ativos, gestão financeira e informações e moedas digitais. Cada um dos grupos é apresentado e descrito, com detalhes, a seguir.

²⁵ A divisão da categoria denominada “*banking*” que, em nossas referências, compreende serviços de “depósitos” e “crédito e empréstimos” é feita por conta de que é comum empresas *fintech* oferecerem serviços de depósito, porém não serviços de crédito. Conforme será visto nesta seção, também existem modelos de negócio baseados em *fintech* focados em crédito, porém sem serem atrelados a serviços de depósitos. A exclusão dos serviços de suporte se dá pelo fato desses não configurarem serviços financeiros oferecidos ao público.

1.2.1 Depósitos

A categoria de depósitos representa o serviço financeiro mais básico disponível no mercado. Com evidências que remontam seu oferecimento à época da República Romana (509 a.C – 27 a.C), é a atividade que serve de base para o desenvolvimento de instituições bancárias (Usher, 1934, p.402). Nesta seção, são apresentados e definidos os principais tipos de **contas de depósito**.

O tipo mais tradicional de conta de depósito é a **conta corrente**. Ao colocar seus valores nesse tipo de conta, o dinheiro fica à disposição do cliente para qualquer tipo de transação, incluindo saques em espécie. Esse tipo de conta não gera rendimentos ao cliente.

Já a **conta poupança** (*savings account*) é uma conta que gera rendimentos ao titular, de acordo com as regras de remuneração e prazos de carência definidos pela instituição que a oferece ou pelo regulador. Pode ou não ser utilizada para a realização de pagamentos, saques e outros tipos de transações.

No Brasil, por exemplo, existe uma outra modalidade, a **conta salário**. Essa conta é aberta por iniciativa do empregador junto a uma instituição financeira e serve apenas para o depósito de “...salários, proventos, soldos, vencimentos, aposentadorias, pensões e outros...” (BCB, 201-), não sendo permitido o recebimento de nenhum outro tipo de depósito.

Uma quarta categoria de conta de depósito é constituída pelas chamadas **contas de pagamentos**. De acordo com a Lei nº 12.865/2013, no Brasil, a conta de pagamentos é definida como “conta de registro detida em nome de usuário final de serviços de pagamento utilizada para a execução de transações de pagamento...”. Essas contas podem ser pré-pagas, ou seja, receberem depósitos para utilização dos recursos pelo usuário para fins de

pagamento e transferência de recursos ou, então, pós-pagas, sendo utilizadas no esquema de pagamentos através de crédito.

Por fim, existem as **contas de investimento**, que são contas de depósito utilizadas exclusivamente para a aplicação em investimentos, não sendo possível, por exemplo, realizar pagamentos ou outros tipos de movimentação por meio dessas contas.

Empresas *fintech* são capazes de atuar em qualquer uma das modalidades de contas de depósito apresentadas, desde que verificadas as exigências regulatórias dos países onde se pretende ofertar os serviços. Já bancos incumbentes podem fazer uso de *fintech*, por exemplo, para o oferecimento de contas digitais de diferentes tipos. Para esta categoria, a característica disruptiva das *fintechs* está justamente em permitir a abertura, fechamento e gestão de contas de depósito de maneira completamente digital. Também é importante se ter em vista que serviços de depósito são básicos, sendo o ponto de partida para o oferecimento de outros serviços financeiros, tais como pagamentos, transferências, investimentos, seguros, entre outros.

No Brasil, os **bancos digitais** vêm ganhando espaço, com o oferecimento de contas poupança com taxas reduzidas (ou mesmo sem taxas), remuneração atraente e integração a soluções de pagamentos e transferências. Por exemplo, o NuBank atingiu, ao final de junho de 2019, a marca de 10 milhões de clientes no Brasil, sendo 7 milhões usuários de seu serviço de conta poupança digital (NuConta)²⁶.

1.2.2 Pagamentos e Transferências

Segundo o *Bank for International Settlements*²⁷ (BIS), os serviços de pagamento, que compreendem, por exemplo, pagamentos móveis e transferências eletrônicas,

²⁶ <https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2019/06/28/nubank-acaba-com-fila-de-espera-do-cartao-e-atinge-10-milhoes-de-clientes.ghtml>

²⁷ *Bank for International Settlements*: Banco de Compensações Internacionais

possuem uma quantidade de características que podem atrair “não-bancos”. A definição de “não-banco”, utilizada neste contexto, é a de empresas “envolvidas na oferta de serviços de pagamento cujo principal negócio não é relacionado a contrair depósitos do público e usar esses depósitos para fazer empréstimos” (BIS, 2014; p.1). É trivial perceber que muitas empresas que oferecem soluções de pagamentos e transferência baseados em *fintech* se enquadram nessa descrição, tais como Paypal²⁸ e Google Pay²⁹.

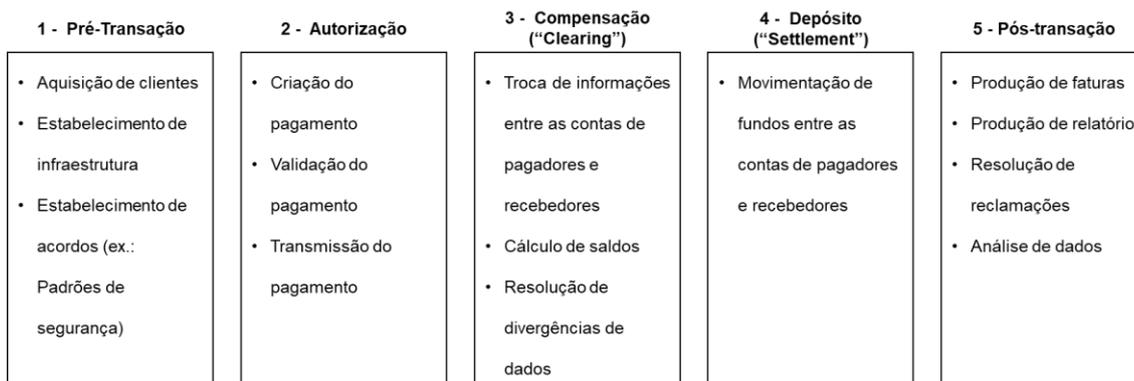
Dentre essas características que atraem “não-bancos”, destacam-se: “i) a tendência de os bancos terceirizarem serviços de pagamento e tecnológicos; ii) alterações nos hábitos de pagamento e nas preferências dos consumidores, o que inclui o surgimento de novas necessidades de pagamentos; iii) inovações técnicas e de outros tipos nos métodos de pagamento.” (BIS, 2014, p.5).

Neste grupo estão classificados todos os serviços referentes a pagamentos e transferências de recursos entre partes. Isso inclui serviços ao longo de toda a cadeia de pagamentos, que pode ser descrita em cinco etapas, de acordo com BIS (2014). A figura 1 apresenta os estágios da **cadeia de pagamentos** e as principais atividades de cada etapa. Já a figura 2 mostra uma visão esquemática do funcionamento da cadeia de pagamentos.

²⁸ <http://www.paypal.com>

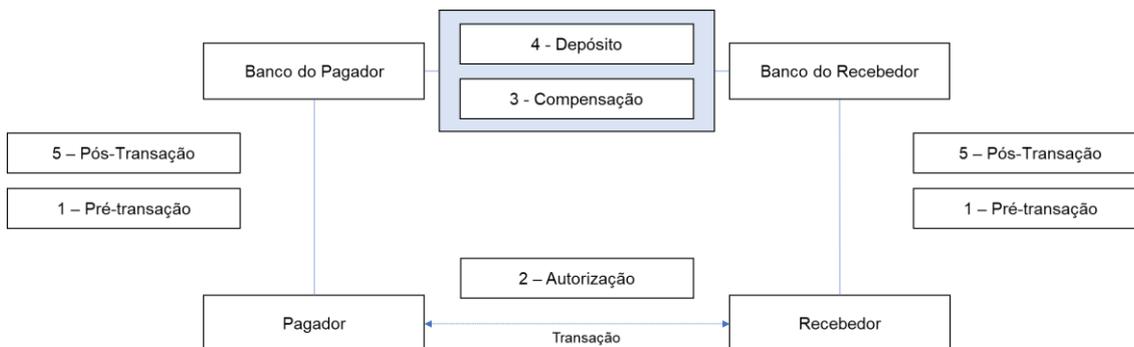
²⁹ pay.google.com/about

Figura 1: Etapas da Cadeia de Pagamentos



Fonte: Elaboração própria a partir de *European Parliament* (2018) e *Bank for International Settlements* (2014)

Figura 2: Visão Esquemática da Cadeia de Pagamentos Tradicional



Fonte: Elaboração própria a partir de *Bank for International Settlements* (2014)

A fim de entender com maior profundidade as oportunidades de atuação de *fintechs* nas atividades de pagamentos, são analisados, a seguir, os diferentes grupos de “não-bancos” que podem atuar na cadeia de valor de pagamentos, conforme apresentação de BIS (2014).

O primeiro grupo identificado é o de provedores **front-end**. Tipicamente, eles atuam nas atividades de pré-transação, autorização e pós-transação. Podem atuar como intermediários entre os pagadores e recebedores e seus bancos ou prover serviços de pagamentos similares aos dos bancos. Assim, podem ser tanto competidores quanto

colaboradores dos bancos. Exemplos típicos de provedores *front-end* são adquirentes³⁰ de cartões de crédito e operadores de carteiras eletrônicas (*mobile wallets*).

O segundo grupo diz respeito aos provedores ***back-end***. Normalmente, essas firmas atuam como prestadoras de serviços aos bancos em atividades que não têm relação direta com os pagadores ou recebedores. Ou seja, são empresas para as quais os bancos terceirizam algumas atividades tais como gestão de TI³¹, armazenamento e segurança de dados, operações relacionadas à prevenção de lavagem de dinheiro, entre outros.

Já o terceiro grupo é constituído pelos **operadores da infraestrutura de pagamento**. Seu foco de atuação está nas etapas de depósito e compensação. Exemplos típicos são as câmaras de compensação e liquidação. Prestam serviços para os bancos³² e outros provedores de serviços de pagamentos e transferências de valores.

O último grupo é formado pelos provedores chamados ***end-to-end***. Como o próprio nome diz, essas firmas oferecem serviços em todas as cinco etapas da cadeia de pagamentos. Sua operação ocorre em uma espécie de *loop* fechado. Exemplos de provedores desse tipo são as empresas de pagamentos eletrônicos e transferências que funcionam por meio da movimentação de valores entre as contas dos usuários deste mesmo serviço. Obviamente, essas firmas são obrigadas a recorrer a serviços de outros provedores para que, por exemplo, seus clientes sejam capazes de transferir recursos para suas contas no provedor *end-to-end* ou retirar os recursos dessas contas.

Em princípio, empresas *fintech* podem atuar como provedores de serviços de qualquer uma das quatro categorias expostas, tanto de forma autônoma e independente quanto em parceria³³ com bancos incumbentes. Oferecendo serviços de forma totalmente

³⁰ Adquirentes de cartões de crédito são as empresas que operacionalizam o pagamento. O exemplo mais comum de serviço prestado por essas firmas está nas chamadas máquinas de cartão.

³¹ Tecnologia da Informação

³² É comum que um conjunto de bancos componha o quadro de acionistas de empresas desse tipo, tal qual o caso brasileiro da CIP.

³³ Essas parcerias se dão por meio de relações comerciais verticais.

digital e, algumas vezes, sem a necessidade de utilização de nenhum esquema de pagamento vinculado aos bancos tradicionais, este é atualmente, um dos mais maduros mercados de atuação das empresas *fintech* (KPMG, 2018), estando bastante difundidos no Brasil e no mundo os serviços de pagamento *online* operados tanto por provedores *end-to-end* quanto por provedores *front-end*, estes, operando em conjunto com bancos incumbentes, prestando serviços de pagamentos com a utilização de esquemas de cartão de crédito, cartão de débito e emissão de boletos.

1.2.3 Crédito e Empréstimos

De acordo com BIS (2017, p.2), plataformas de empréstimos *online* utilizam diferentes modelos de negócio, cada um com características específicas para atender as necessidades de cada mercado.

O principal modelo de negócios analisado é conhecido como **empréstimo entre pares (*P2P lending*)**. A ideia central desse modelo é oferecer uma plataforma por meio da qual os investidores possam emprestar recursos diretamente aos tomadores. Inclusive, os contratos de empréstimo são firmados diretamente entre as partes e não entre as partes e a plataforma de intermediação.

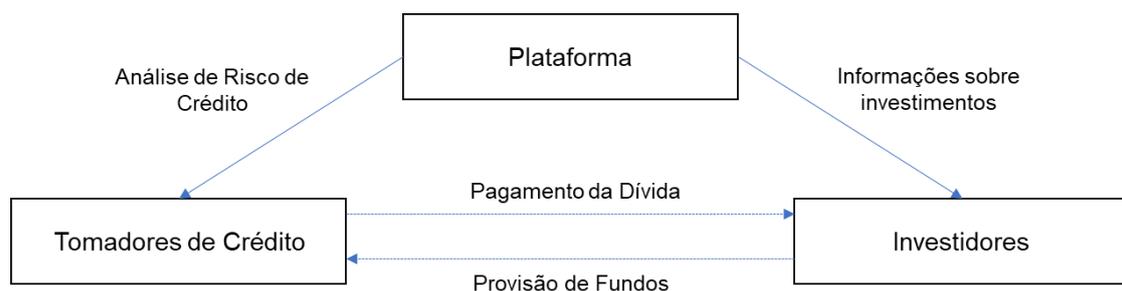
Diferentemente dos bancos, que obtêm lucro por meio da diferença entre as taxas oferecidas aos investidores e as taxas cobradas dos tomadores de crédito³⁴, as empresas *fintech* operadoras de *P2P lending* têm sua receita advinda, basicamente, da cobrança de taxas pelos serviços prestados. Além do próprio oferecimento da plataforma, serviços de apoio aos consumidores geralmente são oferecidos, especialmente com o objetivo de proporcionar o casamento entre as partes de maneira adequada (European Parliament, 2018).

³⁴ Essa diferença entre taxas é conhecida como *spread* bancário

As plataformas costumam fazer análises de risco de crédito dos tomadores, muitas vezes utilizando informações das quais os bancos não se aproveitam normalmente, tais como dados de redes sociais e histórico de compras realizadas na *Internet*. Outro serviço comum é a montagem de portfólios de investimento (sugestões de empréstimos para vários tomadores ao mesmo tempo), baseados no perfil de risco e nos objetivos específicos de cada investidor. A manutenção de fundos para cobertura de parte dos prejuízos causados por inadimplência e o oferecimento de plataformas de mercado secundário para a venda de títulos de dívida também estão presentes em alguns mercados (BIS, 2017, p.13).

A figura 3 mostra de maneira esquemática o funcionamento básico desse tipo de modelo de negócio.

Figura 3: Visão Esquemática de P2P Lending



Fonte: Adaptado de *Bank for International Settlements* (2017)

O modelo *P2P Lending* pode ser considerado disruptivo, uma vez que permite o casamento, de forma totalmente digital e direta, entre tomadores e ofertantes de crédito, podendo diminuir de forma significativa os custos relacionados a esse tipo de operação.

Outro modelo de negócios utilizado nesse mercado é o **modelo atuário (*notary model*)**. As empresas *fintech* que adotam este modelo normalmente o fazem por questões regulatórias que as impedem (ou dificultam) de adotar o modelo *P2P*. Em linhas gerais, neste modelo, as plataformas continuam atuando como responsáveis pela efetivação do casamento entre investidores e tomadores de crédito, oferecendo os mesmos tipos de

serviço. Porém, a operacionalização dos empréstimos é realizada por meio de um banco parceiro (BIS, 2017, p.13).

Um terceiro modelo de negócios é o **modelo de retorno garantido (*guaranteed return model*)**. Sua operação é similar à do *P2P*, com a diferença de que a própria plataforma de empréstimos garante o recebimento dos recursos por parte do investidor (BIS, 2017, p.14).

O quarto modelo de negócios é chamado de **modelo de balanço patrimonial (*balance sheet fintech lending model*)**. Neste esquema, as *fintechs* originam e retêm os empréstimos em seus próprios balanços, tal qual um modelo tradicional de empréstimos realizado por não-bancos (BIS, 2017, p.15). Os contratos são firmados entre a própria instituição e os tomadores de empréstimos (European Parliament, 2018, p.54).

De forma alternativa, também se identifica a presença de **modelos de negócio do tipo *crowdfunding*** (European Parliament, 2018, p.55). Neste esquema, os tomadores de recursos apresentam suas propostas de negócios através de plataformas específicas. As contrapartidas oferecidas a quem se dispõe a aportar recursos vão desde a participação acionária no negócio futuro até o recebimento de algum produto ou serviço específico, passando, inclusive, pelo aporte sem contrapartida.

Por fim, tem-se o modelo conhecido como **negociação de fatura (*invoice trading model*)**. Empresas usam este tipo de expediente para resolver restrições de fluxo de caixa, negociando seus recebíveis com investidores que adiantam os pagamentos de contas a receber para as firmas com um desconto em relação ao valor total da fatura em troca do direito de tornar-se o credor daquela conta (BIS, 2017, p.16). Empresas *fintech* podem atuar como plataformas para a negociação desses recebíveis, oferecendo serviços complementares de análise de risco e casamento entre tomadores de recursos e investidores, tal como no modelo *P2P*.

1.2.4 Seguros

Em linhas gerais, a cadeia de valor de seguros pode ser descrita em seis etapas, apresentadas de forma gráfica na figura 4, seja essas a de: desenvolvimento de produto; marketing e vendas; distribuição; subscrição³⁵; reivindicações³⁶; e serviço ao cliente.

Figura 4: Cadeia de Valor da Categoria de Seguros



Fontes: Elaboração própria, adaptação de *McKinsey & Company* (2017) e PwC (2018)

Na etapa de **desenvolvimento de produto**, o progresso tecnológico possibilita o surgimento de soluções inovadoras, que podem tanto gerar novos produtos que atendam consumidores que não eram adequadamente contemplados pelos produtos existentes quanto melhorar o nível de serviço entregue por meio da melhor adequação de produtos já tradicionais. Alguns novos serviços são: microsseguros, seguros *P2P*, seguros sob demanda e seguros *pay-per-use* (*European Parliament*, 2018, p.74). Neste último caso, pode-se utilizar como exemplo seguros de automóveis que são cobrados de acordo com o uso (quilometragem, tipo de condutor, local de estacionamento, etc) em vez de uma cobrança fixa calculada com base em uma análise de perfil.

Já nas etapas de **marketing e vendas e distribuição**, há a possibilidade de vendas por canais digitais, o que abre diversas oportunidades para fintechs, a partir de otimização e utilização de dados de clientes a partir de fontes digitais diversas (McKinsey, 2017, p.90). Da mesma forma, a possibilidade de acessar um maior volume de dados, incluindo

³⁵ Subscrição (*underwriting*): Processo de avaliação de propostas de contratos de seguros. Inclui a identificação e mensuração de riscos relacionados, a determinação das coberturas apropriadas e o valor do prêmio a ser pago pelo segurado.

³⁶ São as atividades relacionadas ao atendimento das solicitações de clientes. Como exemplo, são atividades desta etapa a investigação de sinistros, processamento de documentação e aprovação de pagamento de indenizações.

informações em tempo real e canais digitais permite que as atividades de **subscrição, reivindicações e serviço ao cliente** sejam conduzidas de maneira a oferecer serviços mais adequados aos usuários ao mesmo tempo que podem aumentar a lucratividade da firma seguradora³⁷ (European Parliament, 2018).

Nesse cenário, acordos entre firmas *fintech* e incumbentes podem constituir uma importante via de desenvolvimento nesse mercado, unindo o conhecimento das empresas incumbentes sobre o mercado de seguros com a capacidade inovativa das *startups* (Volosovich, 2016), principalmente na etapa de desenvolvimento de produtos. Colaboração em outras etapas pode ajudar os incumbentes a atingirem públicos específicos (etapas de *marketing* e vendas e distribuição) ou mesmo diminuir seus custos operacionais terceirizando uma parte de sua operação (etapas de subscrição, reivindicações e atendimento ao cliente). Diversas parcerias entre empresas *fintech* e incumbentes, assim como seguradoras *fintech* gestadas dentro de incumbentes já operam atualmente. A atuação independente de firmas *fintech* nesse mercado também é possível, conforme evidenciado pelo surgimento de empresas *fintech* que oferecem soluções completas de seguros, tais como ZhongAn³⁸ na China e Lemonade³⁹ nos Estados Unidos.

1.2.5 Investimentos e Gestão de Ativos

Atualmente, um dos modelos de negócios baseados em *fintech* mais difundidos no mercado de investimentos é aquele das **plataformas de investimento** (KPMG, 2018, p.57). Essas plataformas funcionam como *marketplaces*, ou seja, naquele ambiente, diversas firmas ofertam seus produtos de investimento enquanto os usuários podem acessá-los por meio da abertura de uma conta de investimentos. É comum que as

³⁷ Como exemplo, pode-se citar a utilização de dados de monitoramento de indicadores das condições de saúde de um cliente (pressão arterial, frequência cardíaca, índice glicêmico, etc) aferidos por meio de equipamentos denominados wearables para o cálculo de risco em apólices de seguros de vida e seguros de saúde.

³⁸ <https://www.zhongan.com/>

³⁹ <https://www.lemonade.com/>

empresas responsáveis por essas plataformas ofereçam serviços de assessoria de investimentos, o que pode incluir **assessoria automatizada (robo-advisory)** (European Parliament, 2018, p.69). Atualmente, ao menos no Brasil, são encontradas tanto plataformas que se desenvolveram de maneira independente (XP Investimentos⁴⁰, Rico⁴¹) quanto aquelas que foram criadas dentro de bancos incumbentes com menor penetração de mercado ou tradicional atuação em nichos (BTG Pactual Digital⁴², Daycoval Investe⁴³, Pine Online⁴⁴).

Outro modelo de negócios é o de **sites de comparação de investimentos** (European Parliament, 2018). Diferente das plataformas de investimento, neste modelo de negócios o cliente não efetiva a contratação de um produto no *site* de comparação, mas sim diretamente com o ofertante ou em alguma plataforma de investimentos. Exemplos de fornecedores desse tipo de serviços são o aplicativo Renda Fixa⁴⁵ e o Yubb⁴⁶.

Redes sociais de investidores também surgem neste contexto. A interação entre os usuários permite um maior fluxo de informações e melhores condições para tomada de decisão, conectando investidores, assessores financeiros e gestores de patrimônio (PwC, 2016). Exemplos dessas redes sociais são StockTwits⁴⁷ e Scutify⁴⁸.

1.2.6 Gestão Financeira e Informações

Os aplicativos de gestão de gastos, sites de comparação de tarifas bancárias, assessoria em educação financeira, dentre outros serviços similares podem ser classificados no grupo de gestão financeira e informações e são terreno fértil para a atuação

⁴⁰ <https://www.xpi.com.br/>

⁴¹ <https://www.rico.com.vc/>

⁴² <https://www.btgpactualdigital.com/>

⁴³ <https://daycovalinveste.com.br/>

⁴⁴ <https://www.pine.com/pineonline>

⁴⁵ <https://apprendafixa.com.br/app/indicadores>

⁴⁶ <https://yubb.com.br/>

⁴⁷ <https://stocktwits.com/>

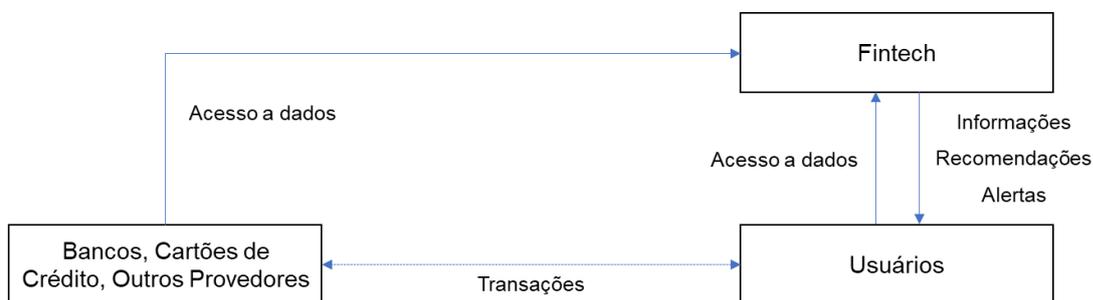
⁴⁸ <https://www.scutify.com/>

de empresas *fintech* (European Parliament, 2018). São serviços para o gerenciamento financeiro e que podem estar conectados com a venda de investimentos⁴⁹. Um exemplo de empresa que presta esse tipo de serviço é a Guia Bolso⁵⁰.

Assim, diferentemente de outros mercados, aqui se vê, exclusivamente, a oferta de serviços complementares àqueles oferecidos pelos incumbentes do setor bancário. Ou seja, as *fintechs* desta categoria não devem, em um primeiro momento, serem encaradas como concorrentes diretas dos bancos incumbentes (European Parliament, 2018).

Uma visão esquemática do modelo de negócios é apresentada na figura 5. Nela se percebe que o principal insumo das empresas *fintechs* atuantes neste mercado são os dados dos clientes.

Figura 5: Visão Esquemática do Modelo de Negócios de Gestão Financeira e Informações



Fonte: Elaboração própria, adaptação de *European Parliament* (2018)

1.2.7 Moedas Digitais

As moedas digitais, também conhecidas como moedas virtuais ou criptomoedas, podem ser definidas como meios de pagamento que existem apenas virtualmente e podem

⁴⁹ As receitas das empresas que oferecem esse tipo de serviço vêm basicamente de três maneiras: venda de espaços publicitários em aplicativos e *sites*, cobrança de serviços específicos dentro de uma plataforma gratuita e cobrança para utilização da plataforma (European Parliament, 2018).

⁵⁰ <https://www.guiabolso.com.br/>

ser utilizados para a compra de bens e serviços (BoE, 2018)⁵¹. Entretanto, o que se observa, na realidade, é o uso predominante dessas criptomoedas para fins especulativos⁵².

A primeira característica do funcionamento das criptomoedas é a utilização de **criptografia** para permitir a transmissão de valores pela Internet, de maneira segura (Landau; Genais, 2018). Para o sistema de transmissão, é feito uso de tecnologias do tipo **DLT (*Distributed Ledger Technology*)**, sendo o **Blockchain** o tipo específico dessa tecnologia mais comumente utilizado na cadeia de valor das moedas virtuais.

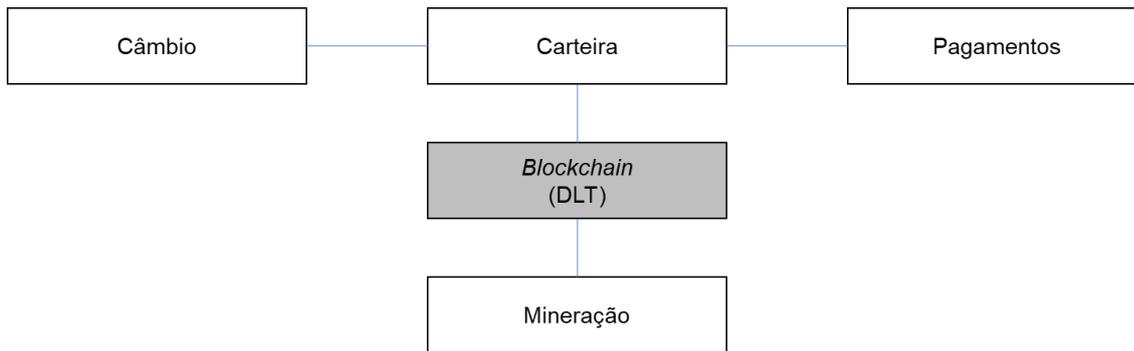
De forma geral, a tecnologia DLT consiste em uma base de dados descentralizada através da qual as transações são registradas e verificadas, podendo esses registros serem compartilhados simultaneamente e de maneira sincronizada com diversos agentes (Landau; Genais, 2018). Já o *Blockchain* é um tipo particular de registro distribuído cuja base de dados, descentralizada, gera uma lista crescente de registros de transferências, chamados “blocos” (*blocks*). A cada transferência, um novo bloco é gerado, formando uma espécie de cadeia (*chain*) (*European Parliament*, 2018). Uma característica do *blockchain* é que esses blocos da cadeia são imutáveis, garantindo segurança ao sistema e evitando o problema do duplo gasto⁵³. Boa parte das principais criptomoedas também utiliza sistemas de consenso por meio dos quais as transferências são validadas de forma coletiva (EBC, 2015).

⁵¹ Porém, não se pode afirmar que elas cumprem de maneira completa os requisitos para serem consideradas substitutas perfeitas da moeda. Para isso, elas deveriam exercer as mesmas funções da moeda, a saber: i) intermediário das trocas, ii) unidade de valor, iii) reserva de valor (Simonsen e Cysne, 2009).

⁵² Pelo menos por enquanto, o uso de moedas digitais como intermediário de trocas é bastante restrito, uma vez que sua aceitação pelos agentes de mercado ainda é baixa. A alta volatilidade de suas taxas de câmbio, com relação às moedas nacionais, dificulta seu uso como reserva de valor, ao menos no curto prazo. A combinação desses dois fatos, baixa aceitação e alta volatilidade, não permite que elas sejam utilizadas como unidade de valor (ECB, 2015). Percebe-se que também é bastante limitado seu uso como intermediário das trocas.

⁵³ O problema do duplo gasto ocorre quando há inconsistências nos registros, permitindo que o antigo possuidor de uma quantia de criptomoedas já gasta possa utilizar a quantia em outra transação (EBC, 2015).

Figura 6: Cadeia de Valor Simplificada de Criptomoedas



Fonte: Elaboração própria, adaptação de *European Parliament* (2018)

A geração dos blocos (ou simplesmente registros no caso de outras plataformas DLT que não a *Blockchain*) é realizada pela atividade denominada **mineração**. Essa atividade consiste no cálculo e descoberta do chamado *hash code*⁵⁴ de uma transação realizada. Para isso, existe a necessidade de alta capacidade computacional e gasto de energia. Os mineradores competem entre si e são remunerados a cada *hash code* descoberto e a geração de blocos correspondentes (*European Parliament*, 2018). Essa rede *P2P* de mineradores que mantém os registros das transações e, conseqüentemente, a infraestrutura dos esquemas de criptomoedas.

As transações com moedas virtuais são realizadas a partir de **carteiras**, nas quais as moedas são guardadas e funcionam como uma espécie de conta de pagamentos. Os **serviços de pagamentos** são aqueles que permitem que as transações sejam realizadas entre carteiras de diferentes usuários de uma dada criptomoeda. Já os **serviços de câmbio** consistem na conversão de moedas digitais em outras moedas digitais ou em moedas nacionais tradicionais e vice-versa (*European Parliament*, 2018).

Com isso, é possível dividir o ambiente competitivo das criptomoedas em dois. O primeiro é o mercado onde ocorre a competição chamada **intercriptomoedas**. Já o

⁵⁴ Um *hash code* é uma função criptográfica sofisticada destinada a verificar a integridade e a segurança de uma operação financeira (*European Parliament*, 2018)

segundo ambiente é caracterizado pela competição **intracriptomoeda**. Outrossim, tendo o usuário optado por uma moeda digital específica, ele ainda possui opções de provedores de serviços de câmbio, carteira e pagamentos. Nesta categoria também se enquadra a competição entre mineradores (*European Parliament*, 2018, p.64). Algumas das principais criptomoedas utilizadas no mundo atualmente são o Bitcoin⁵⁵ e Ethereum⁵⁶.

1.3 Características gerais e concorrência nos mercados de serviços financeiros impactados por *fintech*

Partindo da apresentação dos diferentes serviços nos quais se observa o desenvolvimento de empresas e modelos de negócios baseados em *fintech*, é possível identificar neles um conjunto de características estruturais e especificidades que influenciam o cenário concorrencial em que as empresas operam. Nesta seção, busca-se mapear de forma breve as principais características, divididas em características relativas à natureza dos serviços, às relações entre mercados e cadeia de valor, bem como principais fontes de barreira à entrada observadas, a fim de proporcionar subsídios para a discussão de implicações e desafios à política antitruste, objetivo final deste trabalho.

Novamente, cabe ressaltar que não é possível trabalhar com dimensões desagregadas como a de mercado ou mercado relevante. Tampouco será realizada uma análise concorrencial de cada um dos tipos de serviços apresentados. O importante aqui é identificar as principais características estruturais presentes, presentes na literatura, introduzindo conceitos relevantes e utilizando-se dos exemplos trazidos nas seções anteriores, quando necessário.

Em primeiro lugar, no que se refere à **natureza dos serviços**, e do próprio papel desempenhado pelas *fintechs*, identifica-se um forte componente de inovação. É possível

⁵⁵ <https://bitcoin.org/en/>

⁵⁶ <https://www.ethereum.org/>

afirmar que, em todos os tipos de serviços, os modelos de negócio baseados em *fintech* trazem ao mercado a melhoria de serviços já existentes, a oferta de novos produtos e serviços e a busca pela eficiência operacional por meio de inovação (Philippon, 2017). É trivial perceber essas características no oferecimento de soluções de crédito por meio de plataformas *P2P*, nas soluções de pagamento baseadas em carteiras digitais, nos negócios em torno das moedas digitais, nos serviços *online* de gestão financeira e em diversos outros serviços inovadores, em todas as categorias descritas na seção anterior.

A introdução de inovação, seja pelo oferecimento de novos serviços ou não, afeta a dinâmica competitiva dos mercados de serviços financeiros, deflagrando uma dimensão de concorrência por inovação. Outrossim, é possível afirmar que se está diante de mercados nos quais se percebe elementos da chamada concorrência schumpeteriana. De forma sucinta⁵⁷, a concorrência schumpeteriana pode ser definida da seguinte maneira: “caracteriza-se pela busca permanente de diferenciação por parte dos agentes, por meio de estratégias deliberadas, tendo em vista a obtenção de vantagens competitivas que proporcionem lucros de monopólio, ainda que temporários.” (Possas, 2002, p. 247).

Ainda com respeito às características associadas à natureza dos serviços e organização das empresas, especialmente nas categorias de crédito e empréstimos e investimentos e gestão de ativos, são identificadas a existência de plataformas multilaterais. Plataformas multilaterais podem ser definidas como modelos de negócios que criam valor conectando dois⁵⁸ ou mais tipos de agentes econômicos e facilitando sua interação (Evans; Schmalensee, 2015, p.2). Dentre os exemplos de plataformas, podem ser citadas as plataformas de crédito P2P - que conectam tomadores de empréstimo com investidores - e

⁵⁷ No capítulo 2, é encontrada discussão aprofundada sobre concorrência schumpeteriana e seus impactos no antitruste

⁵⁸ Para casos nos quais a plataforma atendente apenas dois grupos de consumidores, é comum a utilização dos termos plataforma de dois lados ou mercado de dois lados.

as plataformas de investimento - que conectam ofertantes de produtos de investimento com investidores.

Outra forma de apresentar essa característica é mostrando que estruturas em plataforma são encontradas em mercados nos quais há *feedback* positivo entre seus diferentes lados. Por exemplo, em uma plataforma de investimentos, mudanças de preço no lado dos ofertantes de produtos de investimento afetam a percepção de valor da própria plataforma pelos investidores. Esse fato pode levar à alteração de fatores como o preço que esses investidores estariam dispostos a pagar pelos serviços e podem afetar a própria estrutura de incentivos para que o investidor permaneça ou não nessa dada plataforma.

Finalmente, considerando as características das soluções *fintechs* apresentadas, vê-se que em boa parte delas há um grande valor no uso de dados. Particularmente, nos mercados de seguros e investimentos e gestão de ativos, uma característica identificada e que pode ter implicações na concorrência é o **uso intensivo de algoritmos** (European Parliament, 2018, p.76) por parte das empresas *fintech* para tratamento de grandes quantidades de dados e tomadas de decisões comerciais e operacionais. Por exemplo, a utilização de grandes volumes de dados para a determinação dos prêmios a serem pagos por clientes de empresas de seguros.

Em segundo lugar, em respeito ao **posicionamento dos serviços na cadeia de valor do setor financeiro e as relações existentes**, conforme é possível verificar ao longo da seção 1.2, diversos modelos de negócios estão baseados em relações comerciais, de natureza vertical, para aquisição de serviços ou de contratos de acesso a ativos ou serviços, entre agentes do setor financeiro ou não. Como exemplos de acordos entre firmas *fintech* autônomas e incumbentes do setor financeiro, pode-se citar a atuação de provedores *back-end* e *front-end* nas cadeias de pagamentos (BIS, 2014), as parcerias entre firmas *fintech*

e incumbentes tradicionais no desenvolvimento de produtos de seguros (Volosovich, 2016) e o oferecimento de empréstimos por meio do modelo atuário (BIS, 2017).

Também é observado o desenvolvimento de negócios baseados em *fintech* por empresas estabelecidas diretamente, sejam essas empresas do setor financeiro ou atuantes de outros segmentos. Como exemplos desse último tipo, merece destaque a atuação das chamadas *big techs*, que diferentemente da grande maioria das *fintechs* independentes⁵⁹, possuem características que permitem a elas competirem diretamente com as instituições financeiras incumbentes. Dentre essas características, destacam-se a escala, a larga base de consumidores, a existência de marcas estabelecidas e reputação junto ao público e amplo acesso a fontes de financiamento a baixo custo (Vives, 2019). Outro exemplo está nas iniciativas de desenvolvimento de negócios baseados em *fintech* dentro da estrutura de bancos incumbentes, tal qual citado na seção 1.1.

Esses dois últimos exemplos deflagram uma outra importante característica que é a existência de elevado grau de concentração e de poder de mercado nas estruturas dos mercados relacionados. Nesse sentido, destaca-se a conhecida concentração bancária⁶⁰ no Brasil. No caso das empresas conhecidas como *big techs*, uma conduta que pode ocorrer é o chamado **uso cruzado de dados** (*cross-usage of datasets*). Adotando esse tipo de conduta, empresas com posição de destaque em um determinado mercado podem utilizar os dados obtidos nessa atividade para alavancar a venda de outros produtos ou serviços (European Parliament, 2018, p.97). Por exemplo, grandes empresas de tecnologia podem utilizar os dados de navegação ou consumo *online* de seus usuários para direcionar

⁵⁹ Podem ser denominadas “*fintechs* independentes” empresas criadas e operadas de forma autônoma, ou seja, sem qualquer relação de propriedade ou societária com firmas incumbentes, sejam elas do setor financeiro ou não. Em outras palavras, são empresas que não fazem parte de conglomerados, nem são subsidiárias de companhias já estabelecidas no mercado.

⁶⁰ BCB (2018, p. 144) traz os seguintes índices de concentração para o segmento bancário brasileiro em dezembro de 2018: Ativo Total (CR₅ = 79,5%), Depósito Total (CR₅ = 82,9%), Operações de Crédito (CR₅ = 82,2%)

propagandas de seus outros produtos e serviços, realizar a venda de pacotes de serviços ou ainda discriminar preços de seus serviços *fintech* baseados nesses dados.

Outra característica é a presença de **infraestrutura essencial**⁶¹ (*essential facilities*) em boa parte dos mercados servidos por *fintechs*. É importante ter em vista que existem diversas definições na jurisprudência de defesa da concorrência para o termo infraestrutura essencial (OECD, 1996). No entanto, pode-se considerar, de maneira ampla, que infraestrutura essencial são aquelas estruturas (ou ativos), não replicáveis, cujo acesso é vital para a continuidade de um determinado negócio. Exemplos de infraestrutura essencial são as câmaras de compensação de pagamentos e os dados bancários de clientes, vitais para a própria existência de diversos modelos de negócio que os utilizam como matéria-prima (European Parliament, 2018). É interessante perceber que, nos mercados de serviços financeiros, parte importante dessa infraestrutura essencial é controlada pelos bancos incumbentes. Um exemplo no Brasil é o acesso à CIP⁶², que funciona como uma câmara de compensação, sendo parte do Sistema de Pagamentos Brasileiro e cujos principais acionistas são os maiores bancos do país.

Em terceiro lugar, foi possível ainda identificar uma série de características que podem constituir fontes de **barreiras à entrada** para o provimento de alguns dos serviços descritos.

Talvez a mais conhecida fonte de barreira à entrada sejam as **exigências regulatórias** para determinados tipos de operação. Exemplos são as exigências regulatórias para a prestação de serviços nos mercados de depósitos, crédito e empréstimos, investimento e gestão de ativos e seguros. Dentre estas, podem ser mencionadas as exigências relacionadas a quantidades mínimas de capital e processos de

⁶¹ É possível traduzir a expressão *essential facilities* como infraestrutura essencial. Outra possibilidade é utilizar a nomenclatura ativos críticos (*critical assets*).

⁶² <https://www.cip-bancos.org.br>

prestação de contas para autoridades. Um ponto relevante para as *fintechs* é o fato de que não há padrões regulatórios definidos internacionalmente para a concessão de crédito por parte desse tipo de instituição (BIS, 2017).

A presença de importantes **economias de escala**, em alguns dos serviços analisados, também pode representar barreira à entrada. Vale destacar, como exemplo, a presença de economias de escala no mercado de mineração de criptomoedas (European Parliament, 2018). Essas economias podem ser identificadas, por exemplo, na relação inversa entre o custo unitário de aquisição de capacidade de processamento e a capacidade adquirida.

Outras características, como **assimetria de informação**, **custos de troca** e **efeitos de rede**, para além da infraestrutura essencial já destacada acima, também podem dificultar o ingresso de novos concorrentes aos mercados. De forma sucinta, isso se dá, pelo fato de que essas características configuram desvantagens em relação às empresas estabelecidas ou exigem maior esforço dos entrantes para capturar os clientes.

Os custos de troca podem apresentar-se de diversas formas, desde os custos monetários para transferência de valores e encerramento de contas até a existência de exigências operacionais para a movimentação de valores. Já os efeitos de rede, podem ser evidenciados pela credibilidade que o banco ganha ao ter mais correntistas, pela capilaridade de sua rede de atendimento (Carletti, 2009, p.10) e pelas vantagens, monetárias ou não, encontradas pelos clientes para movimentações entre contas da mesma instituição. O mercado de depósitos é um exemplo no qual essas características se mostram presentes.

Este capítulo 1 mostrou que o termo *fintech* é utilizado tanto para designar as tecnologias aplicadas no setor financeiro para o desenvolvimento de novos modelos de negócio quanto para fazer menção às empresas criadas em torno desses modelos.

Também foi apresentada a classificação de serviços providos por meio da utilização de *fintechs*, assim como a descrição de seus principais modelos de negócio e cadeias de valor. Por fim, tem-se a lista das principais características presentes nos mercados afetados pelo advento das *fintech* e que impactam a concorrência. Essas informações dão base para a discussão de defesa da concorrência realizada no capítulo 2.

Capítulo 2 – *Fintech* e Defesa da Concorrência: Desafios e Implicações

Diante do fenômeno caracterizado no capítulo anterior, a atuação de políticas que lidam e interferem no espaço competitivo dessas empresas é desafiada a compreender como desempenhar seu papel. No conjunto de políticas que precisam lidar com as especificidades das *fintech* estão as políticas de defesa da concorrência e a regulação financeira. Em parte os desafios podem ser encarados a partir do instrumental corrente, outros exigem uma adaptação e revisão das análises tradicionais.

Sendo assim, enquanto o primeiro capítulo buscou apresentar uma visão geral das *fintech* e dos mercados de serviços financeiros impactados, no segundo capítulo desta dissertação, busca-se discutir as principais questões concorrenciais e desafios à política de defesa da concorrência que surgem com a utilização de tecnologias *fintech* para o desenvolvimento de novas empresas e modelos de negócio. Também se procura discutir abordagens que podem ser adotadas pelas autoridades antitruste para lidarem com esses desafios de forma mais adequada.

O capítulo está estruturado em três seções. A primeira parte do capítulo é dedicada a apresentar de forma breve os aspectos básicos da política antitruste, assim como seus principais instrumentos. Já na segunda parte, são discutidos, à luz da literatura, as principais implicações e desafios advindos das características e especificidades identificadas no capítulo 1 para os diversos setores do mercado de serviços financeiros impactados pelas *fintech*. A discussão da segunda seção, também busca trazer possíveis caminhos para o tratamento das implicações e desafios identificados, quando disponíveis na literatura. Por fim, as questões e os desafios identificados são organizados entre aqueles que se aplicam de maneira geral, bem como aqueles que devem ser apenas enquadrados dentro de cada um dos tipos de serviços descritos anteriormente. Uma breve conclusão encerra o capítulo.

2.1 Teoria de Defesa da Concorrência: Aspectos Gerais

O objetivo principal deste trabalho é identificar e discutir os desafios para a defesa da concorrência decorrentes do desenvolvimento de empresas e modelos de negócio baseados em tecnologias *fintech*. Tendo isso em vista e considerando que este trabalho pode atingir a diversos públicos, não é possível prosseguir sem uma breve apresentação de aspectos gerais da teoria da defesa da concorrência. Dessa forma, esta seção visa proporcionar ao leitor uma visão geral introdutória, que permitirá uma melhor compreensão das discussões de política antitruste realizadas no decorrer deste texto.

2.1.1 Política de Defesa da Concorrência: princípios, objetivos e principais conceitos

Pode-se definir como principal objetivo da política de defesa da concorrência a busca por maior eficiência econômica nos mercados. Os critérios de eficiência, como veremos em maior detalhe abaixo, estão relacionados com a conclusão normativa *mainstream* de que quanto maior o grau de concorrência, mais eficientes são os mercados⁶³. Assim sendo, as políticas de defesa da concorrência buscam garantir a existência de condições de concorrência, seja protegendo, seja estimulando ambientes competitivos. De forma geral, isso é feito por meio da constante busca pela política em limitar o exercício abusivo do poder de mercado, assim como em controlar a sua aquisição (Mello, 2002, p.286), e a partir do desempenho de suas duas funções principais, sendo essas a função repressiva (punição de condutas anticompetitivas) e preventiva (análise de atos de concentração), respectivamente.

Dessa forma, basicamente, a análise de concentração busca avaliar os potenciais impactos concorrenciais que possam decorrer de atos de concentração entre empresas

⁶³ O conceito de eficiência mais comumente empregado é o de eficiência alocativa. Este e outros tipos de eficiência são discutidos ao longo do capítulo.

(fusões, aquisições e formações de *joint ventures*, entre outros contratos), podendo ser de natureza horizontal ou vertical. Nesse âmbito, as autoridades antitruste podem, em vista de suas análises, aprovar, negar ou condicionar a aprovação de um determinado ato de concentração à adoção de remédios⁶⁴. Já a análise de condutas anticompetitivas busca coibir práticas anticompetitivas adotadas pelas firmas, a partir de medidas punitivas contra os agentes. A questão que se põe à política é, portanto, a de identificar, investigar, prevenir, dissuadir e punir o exercício abusivo de poder de mercado.

O conceito de poder de mercado, por sua vez, é central nas análises antitruste e pode ser entendido como a capacidade de uma dada empresa aumentar seus lucros por meio da elevação dos preços praticados em comparação com níveis competitivos. Ou seja, quanto maior o poder de mercado de uma firma, maior a diferença entre o preço praticado e o custo marginal de produção. De toda forma, não há consenso sobre quanto o preço deve ser maior para que seja caracterizado poder de mercado significativo (Evans; Schmalensee, 2015, p.19). É importante ter-se em conta que o poder de mercado não se expressa apenas nos preços. Conforme será visto ao longo deste trabalho, a competição pode ocorrer por meio de outros instrumentos⁶⁵, além do preço, o que torna o poder de mercado “muito mais diversificado nas causas e formas de manifestação, assim como nas possíveis formas de controle” (Possas, 2002, p. 250). Além disso, o exercício de poder de mercado não é ilegal em si, nem necessariamente ter sido fruto de uma prática ilegal. Ao contrário, pode ser resultado de estratégias bem-sucedidas de empresas com posicionamento competitivo.

⁶⁴ No antitruste chamam-se remédios, as providências que podem ser impostas às firmas envolvidas visando mitigar riscos e impactos anticompetitivos decorrentes de um ato de concentração. Basicamente, esses remédios podem ser classificados como estruturais (ex.: venda de ativos) ou comportamentais (ex.: proibição de celebração de acordos). É necessário ter em mente que mais de um tipo de remédio pode ser utilizado em um determinado ato de concentração. Para maiores detalhes sobre remédios antitruste, ver (Cade, 2018b).

⁶⁵ Esse assunto é tratado com maiores detalhes na discussão sobre concorrência schumpeteriana.

Se poder de mercado é um conceito chave, também o é a delimitação do lócus ou espaço em que a concorrência se manifesta, conhecido como mercado relevante. Sua determinação é, na maioria das ocasiões, a primeira ação a ser realizada no estudo de casos de defesa da concorrência. Para a análise de atos de concentração, o Cade adota a seguinte definição de mercado relevante: “...conjunto de agentes econômicos (consumidores e produtores) que efetivamente reagem e limitam as decisões referentes a estratégias de preços, quantidades, qualidade (entre outras) da empresa resultante da operação” (Cade, 2016, p.13). Tal definição pode também ser utilizada, sem prejuízo, na análise de casos de conduta anticompetitiva. O mercado relevante possui dimensões de produto e geográfica e pode ser identificado através de testes como os do monopolista hipotético e do monopsonista hipotético (Cade, 2016).

Finalmente, ainda no que se refere aos conceitos fundamentais e aos princípios que regem a aplicação do antitruste, destaca-se a noção de eficiência e o princípio da regra da razão. Ainda que a análise antitruste até hoje tome como base importante o enfoque estruturalista - desenvolvido pela chamada Escola de Harvard (a partir da década de 1950) e fundamentado no paradigma “Estrutura – Conduta – Desempenho” (ECD⁶⁶) - parte relevante do debate analítico que se trava em um caso tem relação com a discussão de eficiência econômica e efeito líquido ao bem-estar – baseada nas contribuições de Chicago e Pós-Chicago.

Dessa forma, o princípio de que a estrutura de mercado condiciona a conduta das empresas e, portanto seu desempenho, é presente na maioria dos casos, com a utilização

⁶⁶ O paradigma E-C-D origina-se na obra de Joe Bain (1959), principal autor da chamada Escola de Harvard.

de parcelas de mercado e de índices de concentração, tais como o HHI⁶⁷ e CR_n⁶⁸ como proxies de poder de mercado, ou com a relevância de outros fatores estruturais para explicar a probabilidade de que o poder de mercado seja exercido, tais como a análise de barreira à entrada⁶⁹. Por outro lado, por meio da utilização de análises baseadas em eficiências, resultado da contribuição da Escola de Chicago⁷⁰, contrabalançando-as com os potenciais efeitos anticompetitivos, aplica-se os critérios da regra da razão e descarta-se as regras de ilegalidade *per se*, exceto em casos específicos⁷¹, no âmbito do antitruste.

A noção de eficiência, último conceito dentre os principais a ser definido, aplicada nesse contexto, é predominantemente a noção alocativa. Esta pode ser entendida como a “aplicação a uma economia competitiva do conceito de eficiência de Pareto, por intermédios dos chamados teoremas fundamentais do bem-estar, formulados originalmente por Pareto e desenvolvidos desde então em aparato formalizado, em paralelo aos modelos de equilíbrio geral.” (Possas, 2004, p. 74).

Em sua fase mais atual, é possível dizer que, desde meados da década de 1990, a defesa da concorrência caminha para um novo consenso conhecido como “Pós-Chicago”. Uma das principais características desse paradigma é a busca pelo uso de técnicas analíticas que pretendem lidar com a complexidade da tradicional regra da razão. Com foco

⁶⁷ HHI: Índice Herfindahl-Hirschman. Seu cálculo é feito pela soma dos quadrados das participações de mercado de todas as empresas no mercado considerado (mercado relevante). É um indicador de concentração de mercado.

⁶⁸ CR_n: Indicador de participação de mercado. Seu cálculo é feito pela soma das participações de mercado das n maiores empresas no mercado relevante.

⁶⁹ Barreiras à entrada estão relacionadas com a facilidade ou dificuldade encontrada por potenciais concorrentes para efetivamente entrarem em um dado mercado. Para discussão sobre esse tema, ver Kupfer (2002).

⁷⁰ Sob esse enfoque, a certas condutas (como por exemplo restrições verticais), até o momento consideradas ilegais, são atribuídos efeitos neutros ou mesmo pró-competitivos (Kovacic; Shapiro, 2000). Pensadores dessa escola preconizam que o objetivo da legislação (portanto, da política) antitruste, deve ser o de melhorar a eficiência alocativa, sem prejudicar a eficiência produtiva (Prado, 2011). Uma característica desses teóricos é não se preocupar com efeitos de transmissão de excedente do consumidor para o produtor, focando apenas no aumento do excedente total do mercado (Budzinski, 2008).

⁷¹ No Brasil, cartéis, ou coordenações explícitas, são condenáveis sem a necessidade de se avaliar a potencialidade anticompetitiva da conduta.

na quantificação de efeitos de bem-estar de curto prazo, introduz-se a utilização de teoria dos jogos, econometria, economia experimental, entre outros métodos matemáticos e de simulação na análise antitruste (Budzinski, 2008; Kovacic e Shapiro, 2000).

Tomados os conceitos básicos considerados centrais, a seguir são apresentados de forma breve os principais instrumentos da política de defesa da concorrência, sendo esses da análise de atos de concentração e de condutas.

2.1.2 Atos de Concentração (AC)

Atos de concentração podem ocorrer de maneira vertical ou horizontal. Um ato de concentração horizontal se dá quando firmas concorrentes em um dado mercado se unem. Nas palavras utilizadas em Cade (2016, p.9), “ACs horizontais resultam na sobreposição das atividades de empresas atuantes em um mesmo elo da cadeia produtiva.”. Por outro lado, um ato de concentração vertical é observado quando há a união de empresas atuantes em etapas distintas de uma mesma cadeia produtiva.

Dentre as principais motivações para a realização de atos de concentração podem ser citadas a busca por economias de escopo e escala, aquisição de ativos complementares, economias de custos de transação, fechamento de mercados, entre outros. Outrossim, atos de concentração podem trazer tanto efeitos positivos quanto negativos com relação à eficiência econômica. Cabe às autoridades antitruste, identificar e quantificar (até onde for possível) esses efeitos, baseando suas decisões nos efeitos líquidos prováveis da consumação do ato de concentração, ou seja, utilizando a regra da razão (Mello, 2002).

É importante ter-se em mente que apenas atos de concentração cujos agentes envolvidos cumpram certas exigências são de notificação obrigatória às autoridades de defesa da concorrência. No Brasil, por exemplo, somente negócios envolvendo dois grupos

econômicos com faturamento bruto anual de pelo menos R\$750 milhões e R\$75 milhões respectivamente são obrigatoriamente notificados ao Cade (Cade, 2016b).

Para apresentar os principais aspectos da análise antitruste de atos de concentração, utiliza-se o método descrito em Cade (2016, p.9).

Em linhas gerais, o método apresenta cinco etapas de análise. A primeira etapa consiste na delimitação do mercado relevante, enquanto na segunda etapa se analisa os indicadores de concentração (como mencionado, utilizados como proxy de poder de mercado). Caso haja aumento do poder de mercado decorrente do ato de concentração, é necessário avaliar a probabilidade de seu uso, o que é realizado na terceira etapa desse método. A quarta etapa, empregada apenas em casos que tratam de mercado de insumos, consiste na avaliação do poder de compra existente no mercado ou criado pela operação. Na hipótese de não haver alteração provável de poder de mercado ou nas condições para seu uso, o ato de concentração é aprovado sem restrições.

Finalmente, na quinta etapa é feita a ponderação das eficiências econômicas e efeitos anticompetitivos (que podem ser unilaterais ou coordenados⁷²) gerados pelo AC. Caso as eficiências sejam mais relevantes que os efeitos anticompetitivos, o ato de concentração é aprovado. Já se os efeitos anticompetitivos prevalecerem, a autoridade antitruste pode reprová-lo ou ainda, aprová-lo mediante a aplicação de remédios, a fim de garantir a prevalência de eficiências no resultado da operação.

Além dessa análise “tradicional”, o guia do Cade menciona outras análises que podem ser necessárias no tratamento de casos antitruste. Em Cade (2016) é chamada a

⁷² Efeitos unilaterais dizem respeito ao aumento (ou criação) do poder de mercado da firma criada a partir do ato de concentração. Por sua vez, os efeitos coordenados dizem respeito ao aumento da probabilidade de que as firmas remanescentes diminuam a competição por meio de condutas colusivas implícitas ou explícitas (Pires-Alves, 2006, p. 39-40)

atenção para casos nos quais existe risco de eliminação de empresas *mavericks*⁷³ e para aqueles nos quais são identificados mercados de dois lados, ou seja, plataformas. Será percebido, ao longo deste trabalho, que essas análises chamadas “alternativas” são centrais no tratamento de questões relacionadas às *fintechs*.

2.1.3 Condutas Anticompetitivas

No que tange às condutas anticompetitivas⁷⁴, as autoridades buscam punir e coibir práticas adotadas pelas firmas visando o uso abusivo⁷⁵ do poder de mercado. Essas práticas podem ser classificadas como condutas horizontais ou condutas verticais (ou exclusionárias).

As condutas anticompetitivas horizontais podem ser definidas como sendo aquelas que visam reduzir a concorrência entre empresas de um mesmo mercado (Mello, 2002, p. 293). Como exemplo clássico de conduta horizontal está o acordo entre concorrentes, que pode acontecer por meio de cartéis, acordos de associações de profissionais, entre outros.

Vale reforçar que, nos casos específicos de condutas horizontais por coordenação explícita, os cartéis, são consideradas anticompetitivas *per se*, não sendo necessário o entendimento amplo sobre a existência de poder de mercado ou sobre os seus efeitos ao bem-estar. Já as condutas anticompetitivas verticais podem ser definidas como aquelas que ocorrem no âmbito das relações entre empresas que estão em mercados diferentes de uma mesma cadeia de valor, tal como em uma relação entre comprador e fornecedor de insumos (Mello, 2002, p. 293). Exemplos típicos são fixação de preços de revenda,

⁷³ Segundo o Cade (2016, p. 51), “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*”.

⁷⁴ Dentre as condutas anticompetitivas, destacam-se as condutas exclusionárias, tratadas de forma específica posteriormente.

⁷⁵ Tanto na literatura acadêmica quanto em documentos de autoridades antitruste, o termo “abusivo”, quando referido ao uso de poder de mercado, possui significado subjetivo. Não existe definição precisa para o que seria um “abuso” do uso de poder de mercado.

restrições territoriais e de base de clientes, acordos de exclusividade, recusa de venda, venda casada e discriminação de preços (Mello, 2002). É possível, ainda, classificar essas condutas como restritivas à concorrência intramarca (ex.: fixação de preços e restrições territoriais) ou restritivas à concorrência intermarca (ex.: venda casada).

Não há na prática brasileira um guia para análise de condutas e o procedimento para avaliação do potencial efeito anticompetitivo e alegações de eficiências associadas à prática variam caso a caso. Com respeito às eficiências, essas não são incomuns. Por exemplo, no que tange condutas verticais, a venda casada é comum em alguns tipos de trajetórias tecnológicas, nas quais se observa a agregação de funcionalidades em um determinado produto ou serviço, trazendo benefícios líquidos ao consumidor. Já quando se trata de condutas horizontais, pode-se usar como exemplo acordos de cooperação tecnológica. É importante salientar que o acesso a informações de concorrentes pode ser de grande valia no processo de inovação, seja para a aquisição de “ativos complementares”, incluindo capacitação, conhecimento, metodologias, entre outros, seja para melhor delinear as tendências da indústria, tanto em desenvolvimento tecnológico quanto em demanda, trazendo maior segurança para as decisões de investimento em novos produtos (OECD, 2010). Tendo isso em vista, a utilização da regra da razão⁷⁶ mostra-se imprescindível.

Em relação à avaliação do potencial anticompetitivo, um importante passo ainda resta na consideração sobre a delimitação do mercado relevante e da possibilidade e condições de exercício de poder de mercado (exceto para as condutas anticompetitivas *per se*). É importante, no entanto, ter em vista que nos casos de condutas anticompetitivas, a função da autoridade antitruste é punir e coibir a repetição desse tipo de expediente. Nesse

⁷⁶ Um marco para a análise de condutas cooperativas entre concorrentes é o *National Cooperative Research Act*, de 1984. Antes dessa legislação, a cooperação entre concorrentes para projetos de pesquisa nos Estados Unidos era proibida *per se*, cenário que foi modificado com o ato (Jorde; Teece, 1989).

ponto, faz-se importante a aplicação adequada de multas e punições como resultado da análise.

2.2 Teoria de Defesa da Concorrência e Principais Características Concorrenciais: desafios e implicações

Uma vez mapeadas as principais características e especificidades dos mercados influenciados pelo advento das fintech que afetam a concorrência, tal como realizado ao final do capítulo anterior, e discutida a política nos seus objetivos e principais instrumentos, é possível identificar suas implicações à defesa da concorrência, riscos e desafios relacionados, recorrendo-se à literatura específica. Dentre esses temas, procurou-se destacar de forma breve os desafios atribuídos na literatura antitruste à: (i) existência de elementos de concorrência schumpeteriana; (ii) presença e atuação de plataformas multilaterais; (iii) presença de relações verticais e contratuais (acesso a infraestrutura essencial, condutas exclusionárias e estratégias de verticalização); e (iv) utilização intensiva de dados e algoritmos.

2.2.1 Concorrência Schumpeteriana e Defesa da Concorrência

Já no século XIX, Karl Marx introduziu a noção de que a concorrência poderia funcionar como um mecanismo permanente de introdução de progresso técnico (Possas, 2002). Partindo dessa noção, Schumpeter desenvolveu o conceito de destruição criativa em sua obra seminal “Capitalismo, Socialismo e Democracia”, de 1942.

Schumpeter argumenta que “lidar com o capitalismo é lidar com um processo evolucionário” (Schumpeter, 1942, p. 119). Para ele, a força motriz desse sistema de produção é a inovação gerada pela empresa capitalista, por meio da introdução de novos produtos, processos de gestão e tecnologias. A motivação para as firmas inovarem de maneira constante é a busca pelo objetivo de obter “lucros extraordinários”, com o estabelecimento de “monopólios temporários”. O autor define que a concorrência que

realmente conta, na realidade capitalista, é aquela que “impõe uma vantagem decisiva em custo ou qualidade e que ataca não nas margens dos lucros e da produção das empresas existentes, mas nos seus alicerces e na sua própria existência.” (Schumpeter, 1942, p. 122). Assim sendo, na concorrência schumpeteriana, o mecanismo de concorrência mais relevante é a concorrência por inovação.

Os desdobramentos dessa visão são relevantes para o nosso objeto de estudo já que, como pontuado ao longo do capítulo 1, o emprego de *fintech* se dá num contexto de inovação e superação de gargalos estruturais e, eventualmente, regulatórios, presentes nos mercados do setor financeiro. Essas tecnologias, seja qual for a forma de emprego, introduzem elementos de competição schumpeteriana a esses mercados.

Antes de adentrar nas discussões que cabem à política antitruste, é importante destacar algumas características desse enfoque. A visão schumpeteriana da concorrência questiona diretamente o paradigma “E-C-D”. Em contraste com a visão estruturalista, a visão schumpeteriana evidencia a importância da conduta e do desempenho na conformação da estrutura do mercado. Em outras palavras, mais importante do que a estrutura afetar a conduta das empresas, a conduta afeta a estrutura de mercado, sendo esta última definida, portanto, de maneira endógena.

Para entender melhor este ponto, recorre-se à teoria evolucionária proposta por Nelson e Winter (1982). Em linhas gerais, esses autores apresentam um paralelo entre o processo de evolução biológico e o processo evolutivo das firmas. Partindo do princípio que as companhias operam com racionalidade limitada⁷⁷, elas baseiam suas decisões em

⁷⁷ O conceito de racionalidade limitada é desenvolvido na obra de Herbert Simon. Pode ser utilizado para questionar o pressuposto neoclássico de que as firmas atuam de forma a maximizar os lucros de curto prazo. De acordo com este conceito, os agentes de mercado não possuem acesso à totalidade de informações que podem influenciar seu processo decisório. Em adição a isso, pode-se afirmar que mesmo as informações disponíveis não são utilizadas de maneira completa na tomada de decisão, por restrições de tempo e de capacidade de processamento (Koblitz, 2008; Koutsoyiannis, 1975).

rotinas⁷⁸ pré-definidas. A competição entre firmas no mercado age, indiretamente, como uma seleção de rotinas (Nelson; Winter, 1982). Uma vez que determinadas firmas terão mais sucesso que outras, em termos de lucro e vendas, suas rotinas tendem a ser o padrão no mercado, seja pela extinção de concorrentes, seja pela adoção dessas rotinas por parte de outras firmas que buscam melhorias em seu desempenho. Além disso, as empresas mantêm rotinas de busca de melhorias, sejam elas técnicas, organizacionais ou mercadológicas, a fim de alterar suas próprias rotinas, adequando-as às necessidades das firmas para sua boa adaptação ao ambiente seletivo (mercado). Ou seja, percebe-se aqui que as empresas que adotam as condutas mais adequadas tendem⁷⁹ a conquistar maiores fatias do mercado, ou seja, essas empresas alteram a estrutura do mercado de forma endógena.

Finalmente, o desempenho afeta a estrutura de mercado. Em linha com a visão schumpeteriana, de que a competição por inovação prevalece sobre outros tipos de competição, chega-se à conclusão de que empresas que tiverem maior sucesso inovativo irão ganhar maiores fatias de mercado. O que, por sua vez, também significa maiores lucros e maior prestígio para a atração de investidores. Logo, as empresas vencedoras terão melhores condições de investir em inovação e lidar com os aspectos relacionados ao alto grau de imprevisibilidade que o processo inovativo possui. Outrossim, verifica-se aqui uma espécie de círculo virtuoso da inovação, demonstrando o caráter cumulativo desse processo (Dosi, 1984).

⁷⁸ Exemplos de rotinas são: políticas de estoque, métodos de avaliação de investimentos, processos de pesquisa e desenvolvimento, entre outros.

⁷⁹ Por outro lado, é importante ter-se em conta que a conduta, representada pelas rotinas das firmas, apesar de ter importante peso no desempenho, não é a única variável que o define. Fatores que não estão no controle das firmas podem ser determinantes para os resultados dos agentes. Em outras palavras, o desempenho de uma firma não é determinado apenas pela qualidade de suas rotinas. Questões climáticas e políticas, alterações bruscas na preferência dos consumidores ou mesmo a ocorrência de catástrofes naturais e guerras são alguns exemplos de fatores que podem alterar o desempenho dos mercados de maneira estocástica (Nelson; Winter, 1982).

Tendo isso em vista, vale destacar que a visão neoschumpeteriana rompe com a visão tradicional de que a inovação é um processo linear, fruto unicamente do progresso científico (*technology push*) ou das pressões da demanda (*demand pull*). Do ponto de vista neoschumpeteriano, a inovação é entendida como um processo interativo e cumulativo, com características locais (Cassiolato; Lastres, 2005). Essa visão da inovação, conhecida como visão sistêmica, teve sua fundamentação teórica desenvolvida por Christopher Freeman na década de 1980 a partir de pesquisas empíricas⁸⁰. Em linhas gerais, os sistemas nacionais de inovação podem ser definidos como “os ambientes nacionais ou locais onde os desenvolvimentos organizacionais e institucionais produzem condições que permitem o crescimento de mecanismos interativos nos quais a inovação e a difusão de tecnologia se baseiam” (OECD, 1992, p. 238). É trivial perceber que o caráter cumulativo do processo de inovação não se restringe a questões financeiras, tendo importante papel o desenvolvimento de capacidades e a construção de conhecimento, seja nos países, regiões ou mesmo dentro das empresas e grupos empresariais.

A noção de concorrência que deriva da obra de Schumpeter, questiona frontalmente a visão tradicional, com foco na competição em preços e quantidades, e com viés estruturalista, tal como descrevemos brevemente na seção anterior, e afeta conceitos essenciais no âmbito do antitruste. Cumpre a essa revisão, destacar as mais importantes consequências e desafios impostos à análise antitruste que advêm dessas características que estão presentes na literatura, sendo essas: determinação de mercado relevante; determinação de efeitos em inovação e eficiências; e proxies e avaliação de poder de mercado.

⁸⁰ As principais pesquisas empíricas nesse âmbito foram o Projeto SAPPHO da Universidade de Sussex e a *Yale Innovation Survey*, da Universidade de Yale.

a) Delimitação de mercado relevante

A primeira consequência da adoção da visão schumpeteriana na competição da defesa da concorrência é percebida logo na etapa inicial da análise antitruste. Essa consequência consiste no aumento de complexidade para **determinação do mercado relevante** (Schmalensee, 2000).

Essa complexidade surge porque as inovações podem agregar funcionalidades a produtos e serviços já existentes assim como ampliar o portfólio de atuação de empresas estabelecidas. Em casos extremos, tal qual preconizado por Schumpeter (1942), estratégias de inovação bem-sucedidas podem, até mesmo, criar um novo mercado, a partir da destruição do mercado precedente (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019).

A partir desses fatos, surge a necessidade de se pensar abordagens diferentes para a análise antitruste em mercados nos quais há predominância da concorrência por inovação. Tendo em vista que essa é uma questão ainda em discussão, vale a pena chamar a atenção para algumas importantes contribuições nesse debate. Os pioneiros Gilbert e Sunshine (1995) propuseram uma abordagem focada na análise de *market share* no mercado de pesquisa e desenvolvimento, ao invés de considerar as delimitações na dimensão produto como se dá tradicionalmente. Enquanto isso, Sidak e Teece (2009) propõe a identificação de potenciais competidores, não apenas dos atuais para delimitar o mercado relevante, com foco nas capacidades das empresas em inovar⁸¹. Estes autores também preconizam que a estratégia de pesquisa e desenvolvimento das empresas seja avaliada como um todo, ou seja, não apenas em termos de gastos, mas em termos de progressos tecnológicos cumulativos, assim como seus sucessos e falhas (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019).

⁸¹ Outros trabalhos, tais como Jorde e Teece (1990) e Katz e Shelanski (2007), também sugerem métodos alternativos para a definição de mercado relevante.

Em resumo, é importante ter em mente que, na delimitação dos mercados relevantes em condições de intensa inovação, é necessário levar em conta as capacidades das empresas em inovar, e não apenas sua atuação ou mesmo seus projetos correntes.

b) Determinação de efeitos em inovação e eficiências

Os efeitos líquidos na inovação, especialmente decorrentes de atos de concentração, constituem importante objeto da análise antitruste em mercados com características de competição schumpeteriana, devendo estes serem levados em conta nas tomadas de decisão por parte das autoridades.

Dosi (1984) chama atenção para as duas variáveis que induzem o comportamento inovativo das firmas: o desejo de se apropriar das inovações e a pressão dinâmica exercida pelos rivais, variáveis difíceis de serem mensuradas. Existe um amplo debate na literatura sobre o efeito da estrutura de mercado nos incentivos a inovar. Arrow (1962) argumenta que o monopolista não teria incentivos suficientes para inovar, tendo em vista sua posição dominante. Enquanto isso, Schumpeter (1942) defende que empresas com maior poder de mercado possuem maiores incentivos a inovar, seja para manter sua posição dominante, seja por conta de sua maior capacidade de enfrentar os riscos do processo inovativo, o que inclui sua maior capacidade de financiamento e maior fôlego para lidar com o fator da imprevisibilidade de resultados inerente a todo processo inovativo. Não há uma resposta definitiva na literatura para o que alguns autores chamam de “controvérsia Arrow/Schumpeter”⁸².

No âmbito do antitruste, não há um consenso nem forma sistematizada para uma alternativa à concentração como ponto de partida ou outro enfoque analítico definido para

⁸² Aghion et al (2002) advoga por uma resposta intermediária à controvérsia Arrow/Schumpeter. Esse autor afirma que a concentração incentiva a inovação até um certo ponto, a partir do qual ela é prejudicial. Essa visão foi proposta primeiramente por Scherer (1965), por meio da “curva em U invertida” relacionando gastos em Pesquisa e Desenvolvimento (P&D) e concentração.

que sejam incorporados a concorrência por inovação e os efeitos para a inovação nos mercados nas análises de defesa da concorrência. No que diz respeito à análise de atos de concentração, os autores que tratam esse tema podem ser divididos em dois grupos: (i) os que propõem alterações nas etapas convencionais da análise de atos de concentração⁸³ e (ii) os que propõem alterações mais radicais no método de análise⁸⁴. Assim, o que aparece como consenso é a necessidade, de certo modo ainda não resolvida, de se considerar sobre o potencial efeito de uma dada conduta de reduzir ou aumentar a inovação em um dado mercado, sem deixar a análise pouco operacional como exige a avaliação da política antitruste (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019, p.8).

Shapiro (2011) propõe três princípios para guiar a avaliação de efeitos de atos de concentração a partir dos incentivos a inovar. O primeiro é o princípio da contestabilidade, que pode ser entendido como o incentivo a inovar proveniente do fato de ser possível, para um concorrente, se apropriar de uma fatia das vendas ao passo que ofereça melhores produtos e serviços. Ou seja, esse princípio serve de incentivo tanto a entrantes quanto a incumbentes (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019, p. 9). Já o princípio da apropriabilidade versa sobre o fato de que quanto maior a parcela de bem-estar (excedente) que a firma inovadora consegue se apropriar de suas próprias inovações, maior o incentivo a inovar. Por fim, o princípio das sinergias fala sobre o aumento da capacidade de inovar, após um ato de concentração, por conta da combinação de ativos complementares (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019, p. 10).

Também com aplicação pouco sistematizada e ainda indefinida é a discussão sobre eficiências quando aplicada a mercados intensivos em inovação. O ponto central dessa discussão repousa na noção de eficiência econômica. Os tipos mais utilizados de eficiência

⁸³ Shapiro (2011), Baker (2008), Katz e Shelanski (2007).

⁸⁴ Sidak e Teece (2009), Jorde e Teece (1990), Kerber (2011), Budzinski (2008) e Farrel (2006).

econômica são a eficiência alocativa e a eficiência produtiva. De maneira sucinta, pode-se retomar a seguinte definição desses tipos de eficiência: “eficiência alocativa (a alocação ótima de recursos no conjunto da economia) e eficiência produtiva (uso eficiente dos recursos pela firma individual através de economia de escala, escopo ou redução dos custos de transação).” (Prado, 2011, p. 330). Possas (2004) chama a atenção para o fato de que esses dois tipos de eficiência não são adequados para a avaliação de situações de concorrência schumpeteriana, ou seja, com forte impacto de inovações. Um conceito alternativo de eficiência é o de eficiência dinâmica, que pode ser definida como “consistindo numa alocação Pareto-ótima de recursos entre presente e futuro” (Baumol; Ordoover, 1992, p. 83). A partir desse conceito, Possas (2004) desenvolve a abordagem baseada na chamada eficiência seletiva.

Nessa abordagem, o autor considera a seleção de inovações, em sentido amplo, como a principal função do mercado. Por conseguinte, o mercado deve ser avaliado pela sua capacidade de seleção. Em outras palavras, deve-se buscar a eficiência seletiva, definida como:

“a capacidade hierarquizadora do processo de seleção, refletindo o grau em que a filtragem das inovações pelo mercado se correlaciona com sua ordenação, tanto quanto possível objetiva, em termos de progresso ao longo de uma trajetória inovativa.” (Possas, 2004; p.91)

Para isso, sua avaliação deve incorporar dois aspectos básicos: a pressão competitiva e a competitividade das firmas. Segundo o autor, até um certo limite, um mercado tende a ser mais eficientemente seletivo quanto maior a pressão competitiva à qual as firmas estão sujeitas. Por outro lado, quanto mais for observado o sucesso econômico de empresas competitivas e/ou inovadoras em detrimento de empresas menos competitivas e/ou inovadoras, maior é a eficiência seletiva.

Sendo assim, é essencial que as análises antitruste levem em conta avaliações intertemporais. Por exemplo, existem atos de concentração e condutas supostamente anticompetitivas que podem ser justificadas pela produção de inovações, e consequente aumento de bem-estar, em um horizonte de tempo mais longo. Visando identificar os efeitos de casos como esse, uma primeira aproximação proposta por Possas (2004) é buscar, na situação específica, fatores que são comumente encontrados em esforços inovativos de sucesso. Apesar de se tratar de análise majoritariamente qualitativa, o ideal é que se quantifique os efeitos, tanto quanto possível. Uma proposta factível seria utilizar casos semelhantes em indústrias correlatas para embasar efeitos como economia em gastos de P&D, diminuição do tempo de lançamento de inovações (e efeitos em preços), entre outros. Por fim, vale pontuar que a identificação de perfis disruptivos e inovativos são também particulares à avaliação do perfil *maverick* de firmas em um dado mercado. A atribuição⁸⁵ do conceito de firma *maverick*, seja para a avaliação de atos de concentração que afetam a atuação desse tipo de empresa seja pela imposição de condutas que visem exclusivamente impedir ou criar dificuldades ao funcionamento de rivais disruptivas em inovação, também aparece como uma preocupação relevante no que se refere aos efeitos em inovação. De forma prática, firmas *maverick* podem ser definidas como empresas que, de modo geral, atuam de maneira agressiva e disruptiva no ambiente concorrencial, seja bloqueando ações coordenadas de concorrentes, liderando quedas de preço no mercado, com forte atividade inovativa ou possuindo custos de produção menores que as rivais (Baker, 2002; Bundeskartellamt, 2012; Cade, 2016). Empresas *maverick* também possuem importante papel na inibição de estratégia colusivas nos mercados em que atuam (Pires-Alves, 2006, p.55; Baker, 2002). Nesse sentido, aquisições de empresas com esse perfil ou

⁸⁵ Enquanto Owings (2013) apresenta um método de identificação de firmas *maverick* (*disruptive innovation test*) baseado em características dos produtos e serviços oferecidos, Breunig e Menezes (2008) apresentam uma abordagem empírica para essa identificação, compreendendo aspectos como preços práticos e tempo de reação de rivais a alterações sistêmicas de custos.

condutas anticompetitivas que as afetem podem acarretar a redução da inovação em um dado mercado, chamando a atenção para um importante componente da análise de rivalidade do mercado.

c) Proxies e avaliação para poder de mercado

A partir das discussões apresentadas acima, é possível perceber que uma consequência da adoção da visão schumpeteriana da concorrência é a diminuição da importância da análise de *market shares* e indicadores de concentração, tais como HHI e CR_n para a avaliação de poder de mercado.

Como vimos, a utilização de parâmetros estruturais para a avaliação de mercados nos quais a concorrência por inovação é significativa é rejeitada pela literatura. Ainda, conforme já citado, percebe-se a necessidade de se aumentar a ênfase na avaliação de competição potencial e das capacidades das empresas (Sidak e Teece, 2009). Além disso, o sucesso das estratégias de inovação das empresas torna a estrutura de mercado altamente volátil ou, simplesmente, esta não reflete o potencial de uma dada empresa em competir em inovação (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019). Esse fato gera uma dificuldade óbvia por não permitir a aplicação direta de critérios de mensuração de existência de poder de mercado, avaliação correta dos potenciais de rivalidade de empresas, entre outras avaliações presentes ao longo de toda análise antitruste de conduta ou atos de concentração. Essa dificuldade vai ao encontro da definição de firmas *maverick* como visto acima. Essas empresas possuem capacidade disruptiva e potencial competitivo não necessariamente expressos pelo *market share*.

Não somente, é importante ter clareza acerca de um grave problema que repousa sobre os critérios de exigência para notificação de atos de concentração às autoridades antitruste. É comum que apenas atos de concentração envolvendo empresas com um determinado patamar de receita possuam a obrigatoriedade de comunicar as autoridades. Conforme comentado anteriormente, no Brasil, por exemplo, somente negócios envolvendo

dois grupos econômicos com faturamento bruto anual de pelo menos R\$750 milhões para uma firma e R\$75 milhões para a outra firma devem, obrigatoriamente, serem notificados ao Cade (Cade, 2016b). Ou seja, é provável que fusões e aquisições envolvendo jovens empresas inovadoras com alto potencial de influência na dinâmica concorrencial nem sequer estejam sendo analisadas pelas autoridades mundo afora. Essa preocupação é especial no caso de empresas em início de suas operações ou mesmo em fase pré-operacional. Pires-Alves, Gonzalo e Lyra (2019) propõem a adoção do valor da transação como um critério complementar para a obrigatoriedade de notificação como uma possível solução para essa questão. Essa solução já vem sendo adotada por autoridades, tal como é o exemplo da autoridade alemã, a qual criou um gatilho adicional para notificação de casos cujo valor da transação seja maior que 400 milhões de euros (Pires-Alves; Gonzalo; Lyra, 2019, p. 18).

2.2.2 Plataformas Multilaterais e Defesa da Concorrência

A caracterização da operação de determinadas empresas e modo de organização de alguns mercados de serviços financeiros afetados por *fintechs* como plataformas, em especial as multilaterais, como visto no capítulo 1, desafiam a teoria antitruste e os métodos usuais de análise. Questões concorrenciais específicas também são identificadas nesse tipo de mercado, cumpre aqui destacá-las.

Conforme definição apresentada na seção 1.3, a principal característica das plataformas é a presença dos chamados efeitos de rede. Esses efeitos nada mais são que os impactos causados em um lado do mercado decorrentes de alterações em outros lados. Em outras palavras, mercados possuem efeitos de redes quando a associação de consumidores à plataforma aumenta o valor observado desta (Katz; Shapiro, 1994, p.94).

Por sua vez, os efeitos de rede podem ser classificados como diretos ou indiretos. De forma sucinta, se pode dizer que efeitos de rede diretos são observados quando o

aumento do uso de uma dada plataforma aumenta o valor percebido pelos usuários enquanto efeitos de rede indiretos são observados quando o aumento do uso de um produto ou serviço complementar aumenta a percepção de valor do produto ou serviço original. Essa classificação pode ser apresentada por meio de exemplos, tal qual faz Clements (2004).

*“A telephone becomes more valuable to an individual as the total number of telephone users increases. This is a **direct network effect**. A DVD player becomes more valuable as the variety of available DVDs increases, and this variety increases as the total number of DVD users increases. This is an **indirect network effect**.”* (Clements, 2004, p. 2).

A presença desse tipo de efeito nas plataformas multilaterais implica três considerações principais no que tange a análise de restrições competitivas (Evans; Schmalensee, 2015, p.18).

A primeira delas é a necessidade de se levar em conta os *feedbacks* positivos entre lados de uma determinada plataforma quando da análise dos efeitos de alterações em preços. Imaginando uma plataforma hipotética que ofereça bens ou serviços que não sejam nem de Veblen⁸⁶ e nem de Giffen⁸⁷, o aumento de preços em um dos lados da plataforma, *ceteris paribus*, fará com que sua demanda diminua. Essa diminuição da demanda em um dos lados da plataforma pode levar a uma diminuição da percepção de valor dos serviços ofertados em outro lado da plataforma, também diminuindo a demanda neste lado ou forçando uma redução de preços. Efeitos similares podem ser observados quando há alterações na qualidade do bem ou serviço oferecido.

⁸⁶ Bens de Veblen são bens cuja demanda aumenta quando há aumento de preços.

⁸⁷ Bens de Giffen são bens cuja demanda diminui quando há redução de preços.

Também é necessário ter em conta que as restrições para qualquer tipo de ação estratégica em um dado lado de um mercado podem vir direta ou indiretamente de qualquer lado de plataformas concorrentes (Evans; Schmalensee, 2015).⁸⁸.

Já a terceira consideração levantada por Evans e Schmalensee (2015) é sobre o aumento de barreiras à entrada de novas plataformas devido à existência dos efeitos de rede. Segundo esses autores, as plataformas incumbentes de sucesso possuem uma importante base de usuários em seus diversos lados e se beneficiam dos efeitos de *feedbacks* positivos que ocorrem entre esses grupos de usuários. Para um entrante, não basta o oferecimento de serviços de melhor qualidade ou a prática de preços mais baixos para que ele consiga obter sucesso no mercado, é necessário persuadir usuários a fazerem parte de uma plataforma ainda sem base de clientes (Evans, Schmalensee, 2015). Dessa consideração, pode-se concluir que parte importante da concorrência entre plataformas não se dá diretamente em questões como preço ou qualidade dos bens e serviços. O sucesso nesse tipo de competição está diretamente ligado à capacidade das firmas em criar e manter suas redes de usuários nos diversos lados das plataformas.

Tendo em vista essas três considerações, dois conceitos essenciais para a teoria de defesa da concorrência necessitam de uma discussão específica para os casos envolvendo mercados multilaterais: a determinação do poder de mercado e a delimitação do mercado relevante.

⁸⁸ Para melhor entendimento deste conceito, tome-se como exemplo hipotético um modelo de plataforma de fundos de investimento no qual de um lado se encontram instituições financeiras ofertantes dos fundos e do outro lado os investidores pessoa física que adquirem cotas desses fundos. Duas plataformas desse tipo concorrem no mercado com preços e produtos bastante similares. Agora, imagine-se que uma dessas plataformas (Plataforma A) adote a estratégia de isentar os investidores de qualquer taxa, ou seja, torna-se zero o preço do serviço para um dos lados da plataforma. É razoável supor que uma grande parcela dos consumidores da concorrente (Plataforma B) irá migrar para essa plataforma. Sem nenhuma alteração de preços ou qualidade do serviço prestado às instituições financeiras ofertantes de fundos por nenhum dos dois concorrentes, é bastante provável que essas instituições migrem para a plataforma que está atraindo os clientes do outro lado. Uma possível contra estratégia da Plataforma B seria a isenção de taxas cobradas às instituições financeiras, atraindo-as para sua plataforma e, dessa forma, tornando sua percepção de valor para os clientes maior, trazendo-os de volta.

Também importantes para mercados com estrutura de plataforma, mas não exclusivos para estes, estão as questões relacionadas a condutas exclusionárias e restrições verticais, que são tratadas na seção 2.2.3.

a) Delimitação do mercado relevante

Determinar o mercado relevante em casos que envolvem plataformas multilaterais pode ser tarefa bastante complexa. Isso ocorre por conta da existência de *feedbacks* positivos, conforme discutido acima. Quando analisada uma plataforma, a firma em questão pode ser ela mesma a plataforma e estar concorrendo com plataformas similares, plataformas com menos lados ou plataformas com mais lados do que ela (concorrência interplataforma). A firma também pode estar concorrendo dentro de uma plataforma (concorrência intraplataforma)⁸⁹. O entendimento de todas as relações entre os lados das diferentes plataformas envolvidas no caso antitrustes e os efeitos de *feedbacks* positivos torna-se essencial e, obviamente, nem sempre é tarefa trivial. De toda forma, percebe-se que, para a análise antitruste, não é possível restringir o mercado relevante a apenas um dos lados da plataforma.

OECD (2018) traz uma discussão sobre métodos para definição de mercados relevantes para mercados de plataformas. As questões giram em torno da quantidade de mercados a serem definidos e dos métodos a serem empregados para essa definição. Filistrucchi (2018) advoga que, em princípio, testes aplicados para mercados tradicionais, tais como o do monopolista hipotético, SSNIP⁹⁰ e SSNDQ⁹¹ seguem sendo válidos para muitas situações. Todavia, é importante ter-se em conta que considerar a adaptação de

⁸⁹ Neste ponto, é importante ter-se em vista dois tipos de competição em plataformas: interplataformas e intraplataformas. A competição interplataformas se dá, como o próprio nome diz, entre plataformas. Por exemplo, a competição entre *marketplaces* de produtos de investimento. Já a competição intraplataforma diz respeito à competição entre agentes dentro de uma mesma plataforma. Por exemplo, em um *marketplace* de produtos de investimento, vê-se essa competição entre ofertantes desses produtos dentro da plataforma.

⁹⁰ SSNIP: Small but Significant Non-transitory Increase in Price

⁹¹ SSNDQ: Small but Significant Non-transitory Decrease in Quality

ferramentas analíticas desenvolvidas para mercados de um lado pode ser bastante problemática, uma vez que os efeitos de *feedbacks* positivos são desprezados nessas ferramentas (Evans; Noel, 2005). O próprio Filistrucchi chama a atenção para dificuldades técnicas relacionadas à inclusão de efeitos de *feedbacks* positivos nas análises utilizando essas ferramentas tradicionais. Rasek e Wismer (2018) também afirmam que a inexistência de dados confiáveis pode inviabilizar o uso desse tipo de ferramenta.

Nessa linha, OECD (2018) chama a atenção para a complexidade ou mesmo impossibilidade da realização dos testes para a definição de mercados relevantes e para a pouca importância que essa atividade possa ter nas análises antitruste de casos envolvendo plataformas multilaterais. Assim sendo, OECD (2018) aponta como solução simplesmente não se definir esses mercados com precisão, sempre que possível. Uma abordagem alternativa pode ser a de uma definição ampla desses mercados.

Crémer, de Montjue e Schweitzer (2019) preconizam que, nos mercados digitais com características de plataforma, deve-se dar menos ênfase às definições de mercado e mais às teorias de danos e identificação de estratégias anticompetitivas (Crémer; de Montjue; Schweitzer, 2019, p.46).

b) Determinação do poder de mercado

Conforme dito em seções anteriores, é bastante difundido o uso de indicadores de concentração ou de fatia de mercado como proxies do poder de mercado. Mesmo para mercados de um só lado essa abordagem tem eficácia bastante limitada, tal qual visto na seção sobre concorrência schumpeteriana. Porém, quando se lida com plataformas multilaterais, surgem dificuldades adicionais para se inferir o poder de mercado a partir de índices de concentração (Evans; Schmalensee, 2015). Entre elas cabe destacar o fato de que nem sempre é possível calcular o *market share*, seja pela dificuldade na definição do mercado relevante, seja pela falta de dados. Por exemplo, é comum que plataformas

ofereçam serviços gratuitos ou subsidiados para um dos lados de seu mercado. Essa prática impossibilita a aferição das fatias de mercado utilizando valores de transações ou faturamento. Franck e Peitz (2019) sugerem que medidas como volume de uso e quantidade de usuários ativos são melhores indicadores do poder de mercado do que o faturamento. Todavia, esses autores reiteram que, com a possibilidade de fortes efeitos de rede, dificilmente medidas de *market share* servirão como base para a análise de poder de mercado.

Outra forma possível de se determinar o poder de mercado é analisando os preços praticados e comparando-os com os custos marginais (Evans; Schmalensee, 2015). No entanto, em casos de plataformas digitais, boa parte dos custos marginais são desprezíveis, tendo as empresas o objetivo de cobrir seus custos fixos. Esse fato, juntamente com a prática comum do oferecimento de serviços gratuitos para um lado da plataforma, torna completamente obsoleta a utilização dessa técnica, cuja adoção pode, inclusive, dar sinalizações falsas sobre o poder de mercado.

OECD (2018) sugere que a aferição do poder de mercado em plataformas multilaterais deve ser realizada, majoritariamente, por métodos que estimam a elasticidade das demandas. Conforme já discutido anteriormente, deve-se ter em mente que, por conta dos efeitos de rede, alterações em um lado da plataforma podem afetar a demanda em outros lados. Logo, a intensidade da elasticidade cruzada da demanda pode ser um dos indicadores de poder de mercado⁹². Todavia, OECD (2018) chama a atenção para o fato de que não é simples obter, na prática, os dados e a capacidade de processamento necessárias para o cálculo dessas elasticidades. Assim sendo, a utilização de pesquisas

⁹² Brekke (2018) indica o uso de versões ajustadas dos índices UPP (*Upward Pricing Pressure*) e GUPPI (*Generalised Upward Pricing Pressure Indicator*) para a avaliação de atos de concentração. O autor explica que, para o cálculo do UPP ajustado, é necessário entender o impacto total que um aumento de preços em um dos lados (lado A) da plataforma terá. Para isso, é proposta uma abordagem para avaliar três diferentes efeitos: a) efeito na demanda no lado A; b) efeito na demanda no lado B; c) efeito no preço no lado B.

qualitativas pode ser uma saída pragmática. Em adição a isso, outras ferramentas, tais como a própria análise tradicional de *market share*, de barreiras à entrada e à saída, medidas de concentração e lucratividade e análise de padrões de uso (ex.: possibilidade ou não de *multi-homing*⁹³) também são importantes para a avaliação dos casos (OECD, 2018, p. 18).

Na questão específica da possibilidade de *multi-homing*, Rochet e Tirole (2003) argumentam que a extensão dessa possibilidade em cada um dos lados é um importante aspecto da competição em plataformas. Collyer, Mullan e Timan (2018) propõe algumas questões a serem avaliadas para se determinar essa extensão. Dentre elas, destacam-se (i) a avaliação da facilidade para que os consumidores possam realizar pesquisas em plataformas rivais, (ii) a lealdade dos clientes com relação às plataformas e (iii) a importância da plataforma na atração de clientes. Em casos extremos, nos quais não existe possibilidade alguma de *multi-homing*, diz-se que a plataforma possui uma característica de *winner-takes-all*.

Uma questão adicional que se impõe na análise antitruste envolvendo plataformas multilaterais é a avaliação do bem-estar de todos os grupos de consumidores. Uma vez que os usuários consomem diferentes produtos e possuem interesses distintos nas plataformas, é possível que decisões das autoridades de defesa da concorrência beneficiem apenas parte dos consumidores em detrimento de outros (Evans; Schmalensee, 2015). A ocorrência desse tipo de caso pode ter impactos tanto econômicos quanto jurídicos indesejáveis.

⁹³ *Multi-homing* consiste na utilização concomitante de duas ou mais plataformas, por parte dos usuários de qualquer um dos lados de uma determinada plataforma. Enquanto isso, o uso de apenas uma plataforma pelo usuário é designado como *single-homing*. Exemplo de *multi-homing* é a conduta comum entre motoristas de aplicativos, que trabalham, ao mesmo tempo, para diferentes plataformas desse tipo.

Por fim, é importante reiterar que, no que tange à avaliação de efeitos líquidos (*rule of reason*), existe um risco de que eficiências e efeitos anticompetitivos gerados em um lado da plataforma porém, com efeito em outro lado possam ser negligenciados nas análises antitruste caso, no início da análise, não se tenha sido considerado o fato de que o mercado em questão possui características de plataforma (OECD, 2018). Obviamente, todas as implicações relativas à definição de mercados e análise de poder de mercado discutidas anteriormente também são negligenciadas quando se desconsidera a existência de plataformas.

2.2.3 Condutas Exclusionárias, Acesso a Infraestrutura Essencial e Estratégias de Verticalização e Restrições Verticais

Esta subseção é dedicada à discussão, de forma sucinta, de temas antitruste, específicos, relacionados à análise de mercados com atuação de *fintechs* e que derivam das relações existentes entre os agentes presentes na mesma cadeia de valor ou mesmo relacionados por meio de plataformas multilaterais, tal como observado ao longo do capítulo 1.

a) Condutas Exclusionárias

Condutas exclusionárias (*exclusionary conducts*) podem ser definidas como as práticas adotadas por uma dada empresa para negar a seus concorrentes acesso a um dado mercado (Bernheim; Heeb, 2015, p.3). Por exemplo, contratos de exclusividade, práticas de precificação predatória e outras condutas que visem aumentar o custo de rivais (*rising rivals' cost*) podem ser classificadas como condutas exclusionárias.

Tal qual citado anteriormente neste trabalho, condutas não são, em sua maior parte, anticompetitivas *per se*, sendo necessário o escrutínio de cada caso para a correta identificação dos efeitos. Isso vale também para as chamadas condutas exclusionárias.

Bernheim e Heeb (2015) propõe as linhas gerais de um método para análise de condutas exclusionárias. O método possui três etapas básicas: determinar se uma conduta é exclusionária, determinar se a conduta exclusionária gera efeitos anticompetitivos, determinar se a conduta exclusionária gera efeitos pró-competitivos. Obviamente, em casos nos quais são encontradas condições para que se tenha tanto efeitos anticompetitivos quanto pró-competitivos, a regra da razão deve ser aplicada.

Para definir se uma conduta é exclusionária ou não, esses autores propõem duas características que descrevem a competição comum (*plain-vanilla competition*). A primeira dessas características é de que a “negação” das vendas a um dado competidor é uma consequência normal do sucesso de seu rival, que apenas está buscando realizar ele mesmo as vendas. Já a segunda característica que descreve a competição comum é dada pela possibilidade do rival de menor sucesso realizar vendas adicionais ao mercado consumidor, independentemente do sucesso de seu rival de maior sucesso. Caso alguma dessas condições não seja satisfeita, tem-se um cenário de conduta exclusionária (Bernheim; Heeb, 2015, p.20).

No que tange determinar se a conduta exclusionária gera efeitos anticompetitivos, os autores sugerem a avaliação de quatro itens, a saber: diminuição da habilidade de competir por parte dos rivais, aumento do poder de mercado, geração de danos aos consumidores e a geração de externalidades negativas (Bernheim; Heeb, 2015, p.26). Caso algum desses efeitos seja identificado e decorrente da conduta exclusionária, pode-se afirmar que esta gera efeitos anticompetitivos.

Por outro lado, essas condutas podem gerar efeitos pró-competitivos, tal como já explicitado anteriormente nesta subseção. Bernheim e Heeb (2015) citam métodos⁹⁴ de determinação de efeitos pró-competitivos, tendo eles em comum a premissa de que

⁹⁴ Marvel, 1982; Bernheim e Whinston, 1998, section V.

imperfeições de mercado podem levar a ineficiências que seriam resolvidas por meio de condutas exclusionárias.

Contratos de exclusividade, por exemplo, ao mesmo tempo que podem impor restrições verticais aos agentes que fazem parte deles, também podem ser uma ferramenta útil para a entrada de pequenas empresas em mercados dominados por grandes concorrentes⁹⁵.

É trivial perceber que a preocupação com questões relativas a contratos de exclusividade deve ser ainda maior em mercados de plataformas, devido aos efeitos de rede presentes nestes.

Por sua vez, condutas de precificação predatória devem ser avaliadas com as ferramentas específicas. O teste de Areeda-Turner é uma dessas ferramentas (Hovenkamp, 2015). Testes de recuperação⁹⁶ (*recoupment tests*) também são indicados para esse tipo de avaliação em alguns casos (OECD, 2018). É importante reiterar, todavia, que em casos que envolvem plataformas, os resultados dos testes devem ser avaliados com cautela. Para essas situações, recomenda-se que sejam utilizados métodos que avaliem se a estratégia de precificação predatória seria bem-sucedida em um contrafactual no qual ela não enfraquecesse os rivais (OECD, 2018, p.24).

Por fim, vale citar a chamada teoria de *rising rivals' cost* (RRC), que pode ser utilizada como base para análise de condutas exclusionárias. De forma sucinta, essa teoria lida com questões relativas a condutas adotadas por firmas que possuem poder de mercado com vista a prejudicar seus rivais, ainda que a própria firma dominante possa ser prejudicada no processo. Um exemplo desse tipo de conduta é a compra de insumos, por uma dada firma, em

⁹⁵ Lee (2013) descreve um caso no qual uma pequena plataforma de *videogames* fez uso desse expediente para entrar no mercado, mitigando as vantagens que os incumbentes possuíam devido aos efeitos de rede.

⁹⁶ Para que uma estratégia de precificação predatória tenha sucesso, é necessário que o aumento de lucros advindo da posterior diminuição da pressão competitiva seja suficiente para “recuperar” o prejuízo causado pelos preços abaixo do custo médio. Os testes de recuperação avaliam a probabilidade de isso ocorrer. (Hemphill, 2001)

quantidades maiores do que sua demanda, buscando assim tornar o insumo mais caro para seus concorrentes. Outro exemplo, no caso de atos de concentração, é a aquisição de um fornecedor por uma dada empresa visando dificultar o acesso de seus rivais a insumos (Scheffman; Higgins, 2015).

Uma vez que esse tipo de conduta seja alegada, é necessário que se demonstre que existe realmente a dominância de uma dada firma (evidenciado pelo poder de mercado em um dado mercado relevante) e realizadas análises econômicas buscando-se verificar os efeitos anticompetitivos e as eficiências derivadas da conduta, assim como os possíveis danos aos rivais (Scheffman; Higgins, 2015, p. 70)⁹⁷.

b) Acesso a infraestrutura essencial

Uma importante questão decorrente da existência de infraestrutura essencial (*essential facilities*) em mercados impactados por *fintech*, é a possível adoção de condutas visando a restrição de acesso de entrantes a infraestrutura essencial por parte de incumbentes. Conforme visto no capítulo 1, uma definição de infraestrutura essencial é a de que essa estrutura (ou ativo) não possui substituto possível e, a negação de acesso a esse ativo para uma dada firma, a impede de competir de maneira efetiva em seus mercados (Orbach; Avraham, 2015). É importante ter-se em conta que, na análise de casos antitruste, a discussão principal pode estar justamente em determinar se o ativo em questão é ou não essencial.

Tendo em vista que a restrição de acesso a infraestrutura essencial pode, ao fim e ao cabo, consistir em barreira à entrada intransponível, é necessário que se encontrem maneiras de garantir esse acesso a entrantes, ao mesmo tempo que não se prejudique a

⁹⁷ Uma discussão aprofundada sobre a teoria RRC e os métodos relacionados é encontrada em Scheffman e Higgins (2015).

estrutura de incentivos relacionada ao desenvolvimento, manutenção e melhoria desses ativos. Existem na literatura⁹⁸, discussões acerca desse tema e que incluem, além de razões econômicas, questões filosóficas e jurídicas.

Pitofsky et al. (2002) preconizam que esse acesso a infraestrutura essencial deve ser concedido com cautela, tendo em vista o cumprimento de uma série de requisitos relevantes em cada caso. Além disso, a questão não se limita a se dar ou não o acesso. Devem ser acordados os termos para que esse acesso ocorra, entre eles preços, prioridades e outras condições de venda (Pitofsky et al., 2002). Orbach e Avraham (2015) chamam a atenção para o fato, de a teoria da defesa da concorrência ainda não fornecer subsídios satisfatórios para se lidar com esse tipo de questão e, talvez, as respostas para lidar com elas, nem estejam no âmbito do antitruste.

Diversas condutas restritivas podem ser adotadas pelos incumbentes quando estes controlam a infraestrutura básica de algum mercado, constituindo importantes barreiras à entrada. Alguns exemplos são a discriminação de preços, o excesso de exigências burocráticas ou mesmo de exigências técnicas (questões de *lock in* e interoperabilidade). Tendo isso em vista, a necessidade de constante fiscalização para que os termos de acesso sejam respeitados é ao mesmo tempo, um requerimento e um desafio para a resolução desse tipo de questão. A regulação, em geral, e no nosso caso a financeira, pode exercer papel importante nesse tema, por meio de ações como a imposição de regras para acesso a esses ativos e o estabelecimento de padrões que facilitem a interconexão entre firmas.

c) Estratégias de verticalização e Restrições verticais

A existência de relações verticais entre os agentes pode implicar na ocorrência das chamadas restrições verticais. De forma sucinta, as restrições verticais podem ser

⁹⁸ Merecem destaque as contribuições de Areeda (1989), Areeda e Hovenkamp (2002), Pitofsky et al. (2002) e Waller (2008).

entendidas como os contratos firmados entre empresas para garantir preços e condições de fornecimento ao longo de um determinado período (Motta, 2004, p.411). Ou seja, aqui se trata sobre relações comerciais que são pautadas por meio de contratos, não pela negociação a cada transação.

Esse tipo de contrato restringe a ação dos agentes envolvidos. Isso ocorre por meio de fixação de preços de fornecimento de matérias-primas, fixação de quantidades a serem adquiridas e até mesmo com a determinação prévia de preços de revenda, dentre outras possibilidades.

Como a maior parte das condutas que afetam a concorrência, essas restrições verticais podem provocar tanto efeitos anticompetitivos quanto eficiências. Dentre as possíveis eficiências, pode-se destacar a certificação de qualidade e a promoção de investimentos específicos⁹⁹. Já dentre os efeitos anticompetitivos, pode-se destacar a restrição de concorrência intramarca e a restrição de acesso a insumos para entrantes ou competidores menores.

Além dos contratos, as restrições verticais podem tomar uma proporção maior. Isso se dá por meio da adoção de estratégias de verticalização por parte das firmas. Carlton e Perloff (2005) elencam fatores que incentivam a adoção de estratégias de verticalização. Dentre eles destacam-se: a) redução de custos no processo produtivo e custos de transação, b) eliminação de falhas de mercado, c) promoção de cooperação técnica e d) segurança no fornecimento de insumos. Em contrapartida, pode-se também verificar como motivações o aumento de poder de mercado, a maior capacidade de adotar condutas anticompetitivas ou, no limite, a busca por fechamento do mercado para entrantes ou rivais estabelecidas.

⁹⁹ Por exemplo, contratos que assegurem um determinado volume de vendas a um fornecedor de insumos, podem dar segurança para que essa firma realize investimentos em seu parque produtivo.

Dessa forma, é trivial perceber que estratégias de verticalização nos mercados financeiros podem tanto promover inovação e ganho de eficiências quanto gerar efeitos anticompetitivos. Assim sendo, a análise caso a caso, à luz da regra da razão deve ser conduzida pelas autoridades de defesa da concorrência.

2.2.4 Utilização de algoritmos

Um dos maiores riscos relacionados a algoritmos, presentes em alguns tipos de serviços *fintech*, especialmente na categoria de seguros, é que eles dificultam a distinção entre casos de colusão tácita “dentro da lei” e casos de colusão explícita (OECD, 2017). Ou seja, o desenvolvimento de tecnologia pode permitir que empresas mantenham práticas anticompetitivas em um dado mercado sem necessariamente necessitar da realização de acordos.

No tocante à utilização de algoritmos e seu impacto no aumento da probabilidade de colusão, vale a pena entender as maneiras como essa facilitação ocorre.

Em OECD (2017) são apresentados quatro tipos de atuação de algoritmos que podem facilitar a colusão: algoritmos de monitoramento, algoritmos paralelos, algoritmos de sinalização e algoritmos com auto aprendizado (*self-learning algorithms*).

Os algoritmos de monitoramento atuam coletando dados sobre a conduta de concorrentes, a fim de fiscalizar se um cenário de colusão tácita está ocorrendo ou não, podendo inclusive programar retaliações imediatas quando da detecção de desvios, tais como ajustes em preços e quantidades ofertadas.

Já os algoritmos paralelos funcionam de maneira a garantir que os participantes da colusão alterem seus preços em proporções semelhantes quando de alterações nos cenários de oferta e demanda no mercado. OECD (2017) chama a atenção que a utilização de algoritmos de precificação dinâmicos possui efeito pró-competitivo, estando o risco

constrito às situações onde concorrentes se utilizam de algoritmos semelhantes ou programam seus algoritmos para buscarem situações anticompetitivas.

Algoritmos de sinalização, como o próprio nome diz, emitem sinais de disposição à colusão aos outros concorrentes. Um exemplo desses sinais é o aumento unilateral de preços de um determinado serviço ou produto. Apesar de o aumento da transparência nos mercados digitais trazer maior eficiência ao mercado e, por conseguinte, ser benéfico à competição, ele facilita a utilização do expediente da sinalização, trazendo riscos à concorrência (OECD, 2017).

Por último, os algoritmos com auto aprendizado podem, sem interferência humana, chegar a conclusões de que para maximizar suas funções de lucro, o cenário ideal é a colusão. Ou seja, apesar de trazer maior eficiência às operações, tecnologias como *deep learning* e *machine learning* podem significar riscos à concorrência, uma vez que, sem o devido controle humano, essas tecnologias podem vir a adotar condutas anticompetitivas tais como colusão.

Assim sendo, tem-se o desafio de se desenvolver métodos e ferramentas automáticas capazes de monitorar essas condutas, além de se estabelecer regras, por meio da regulação, para a utilização dos algoritmos em mercados digitais.

2.3 Os desafios, implicações e os serviços baseados em *fintech*

Uma vez conhecidos os principais serviços e modelos de negócios, mapeadas as principais características presentes nos mercados de serviços financeiros nos quais existe atuação baseada em *fintech*, apresentados os aspectos básicos da teoria antitruste e discutidos, com base na literatura, as principais implicações e desafios relacionados às características dos mercados em questão, é possível realizar o exercício de identificar como essas principais implicações e desafios se enquadram nos tipos de serviços impactados pelas *fintech* que apresentamos no primeiro capítulo.

Sem a pretensão de apresentar uma lista exaustiva e nem mesmo definitiva, esse exercício é realizado em partes, buscando-se inicialmente mapear as questões gerais, ou seja, questões que permeiam os serviços como um todo, para posteriormente tratar das implicações e desafios específicos de cada um dos tipos de serviços.

2.3.1 Questões Gerais

Nesta subseção, são mapeadas implicações concorrenciais e desafios para a política antitruste que afetam, de maneira geral, todos ou parte relevante os mercados nos quais se verifica o desenvolvimento das *fintechs*. Dentre essas implicações e desafios, destacam-se a delimitação do mercado relevante, a análise de poder de mercado, o acesso a infraestrutura essencial, a possibilidade de restrições verticais e adoção de condutas exclusionárias, a possibilidade de colusão tácita por algoritmos e a não submissão (às autoridades antitruste) de aquisição de empresa *fintech*.

a) Delimitação do mercado relevante

A existência de elementos de concorrência schumpeteriana e a existência de muitos modelos de negócio estruturados em plataformas multilaterais nos mercados afetados pelas *fintech* impõe o desafio para a **delimitação do mercado relevante**, uma vez que essa tarefa se torna mais complexa.

No que tange a concorrência schumpeteriana, essa complexidade surge, conforme já tratado, porque as inovações podem agregar funcionalidades a produtos e serviços já existentes assim como ampliar o portfólio de atuação de empresas estabelecidas (Schmalensee, 2000). Como exemplos nos mercados afetados pelo uso de *fintech*, pode-se citar a atuação de grandes empresas de tecnologia (*big techs*) nesse mercado, agregando serviços financeiros aos produtos e serviços já existentes, e o oferecimento de serviços financeiros digitais por parte de bancos tradicionais.

Já nos casos de plataformas, a complexidade ocorre por conta da existência de *feedbacks* positivos, ou seja, de efeitos de rede, nesse tipo de estrutura. Quando analisado um lado de uma plataforma, este pode estar sujeito a efeitos advindos de qualquer um dos outros lados, além de alterações nas condições de mercado em outras plataformas similares (Evans; Schmalensee, 2015). Logo, para se determinar o mercado relevante, é necessário entender toda a estrutura de *feedbacks* positivos presente, o que raramente constitui tarefa trivial (OECD, 2018).

Como exemplo simples, pode-se citar as plataformas de crédito P2P nas quais, incentivos para a adesão de investidores fatalmente irão aumentar o valor percebido pelos tomadores de crédito com relação a essa plataforma.

b) Análise de poder de mercado

A presença de efeitos de rede nas plataformas multilaterais traz um desafio adicional à política antitruste. Esse tipo de efeito, conforme discutido, torna complexa a **análise de poder de mercado**. Por exemplo, nesses mercados, a análise de *market share* de um dos lados do mercado só pode ser interpretada em paralelo com os dados dos outros lados desse mesmo mercado (OECD, 2018).

Por sua vez, a existência de elementos de competição schumpeteriana, inviabiliza a utilização de análises tradicionais de poder de mercado, conforme discutido na seção 2.2.

Outro fator específico que pode tornar complexa a análise de poder de mercado por métodos tradicionais é o chamado **uso cruzado de dados (*cross-usage of datasets*)** (European Parliament, 2018). Além de dificultar a análise de poder de mercado, esse tipo de conduta pode reforçar barreiras à entrada chegando mesmo a impedir a atuação de novos entrantes em determinadas situações. Esse tipo de uso de dados pode ser exemplificado pelo oferecimento de serviços financeiros por parte de *big techs*. Essas firmas podem utilizar sua vasta base de dados angariada por meio da oferta de variados

serviços digitais, tais como serviços de localização, pesquisa, comparação de preços, redes sociais, entre outros, para desenvolver e oferecer serviços financeiros mais adequados ao perfil dos consumidores.

c) Acesso a infraestrutura essencial

Principal implicação gerada pela existência de ativos ou infraestruturas essenciais, em muitos dos mercados tratados neste trabalho, é a possibilidade de incumbentes que possuem algum tipo de controle ou influência sobre a operação de infraestrutura essencial, buscarem **dificultar ou mesmo impedir o acesso de novas empresas a essa infraestrutura essencial**. Condutas associadas à discriminação de preços, oferecimento de serviço de qualidade inferior ou mesmo exigências especiais para acesso ao sistema podem ser adotados por esses incumbentes para a criação ou reforço de barreiras à entrada (European Parliament, 2018).

Contudo, é importante ressaltar que, para determinados tipos de serviços providos por firmas *fintech*, as próprias informações dos clientes podem ser enquadradas como infraestrutura essencial. Dessa forma, quando existe um esforço daqueles que possuem essas informações visando dificultar ou mesmo impedir esse acesso, se está diante de uma conduta potencialmente anticompetitiva. Além das considerações encontradas na literatura e apresentadas anteriormente neste trabalho, soluções para essa questão podem vir da atuação das autoridades de regulação financeira. Dentre essas soluções, destacam-se as iniciativas de *open banking*. O *open banking* pode ser entendido como a disponibilização de informações bancárias a outros prestadores de serviço por meio do uso de APIs¹⁰⁰ (Fintech Australia, 2016). As entidades reguladoras são responsáveis pelas regras de utilização do *open banking*.

¹⁰⁰ API: *Application Programming Interface*, tipo de rotina de programação utilizada para o acesso a *softwares* e aplicativos baseados na *web* (BCBS, 2018).

Há de se ter em mente que iniciativas como o PSD2¹⁰¹ e outras relacionadas à regulamentação do *open banking* possuem o objetivo de fomentar a competição por meio do acesso a certos tipos de informações bancárias por parte de provedores de serviços que não são bancos. Todavia, Vives (2019) chama a atenção para o fato de que esse tipo de regulação, apesar de fomentar a concorrência no curto prazo, pode levar à criação de novos oligopólios no futuro, com a substituição dos bancos tradicionais pelas chamadas *big techs*. Esse autor traz à tona o fato de que, com esse tipo de regulação, as *big techs* possuem vantagem sobre os bancos incumbentes, uma vez que aquelas têm acesso garantido aos dados destes enquanto a recíproca não é verdadeira. Por conseguinte, essa é uma questão a ser encarada pelos reguladores em seu desafio de encontrar a medida ideal entre fomento à inovação e à concorrência e a criação de um ambiente concorrencial justo.

Um problema que pode afetar o desenvolvimento de modelos de negócios baseados em parcerias comerciais ou com grande necessidade de interação com outros agentes é a **falta de interoperabilidade**. A incompatibilidade de sistemas, por exemplo, pode ser utilizada intencionalmente por incumbentes para criar uma barreira à entrada de maneira artificial em um determinado mercado (*European Parliament, 2018*). Esse tipo de conduta pode ser utilizado para dificultar o compartilhamento de informações de clientes, preservando o poder de mercado de incumbentes e empresas líderes e, também, pode ser de grande valia a agentes que procuram criar empecilhos para concorrentes que buscam acessar infraestrutura essencial. O problema da falta de interoperabilidade pode ser mitigado por meio de ações de regulação.

¹⁰¹ Na Europa, o open banking é regulado pela PSD2 (*Payment Services Directive*). Já no cenário nacional, em abril de 2019, o Banco Central do Brasil emitiu comunicado (nº 33.455) divulgando os requisitos para a implantação do *open banking* no Brasil, prevendo o início da implementação para o segundo semestre de 2020.

d) Possibilidade de restrições verticais e adoção de condutas exclusionárias

A cooperação entre agentes presentes em diferentes elos de uma cadeia de valor também pode incentivar a adoção de contratos de exclusividade. Esses contratos podem ser interpretados como **restrições verticais** (OECD, 2018), uma vez que dificultam ou mesmo impedem o acesso de concorrentes a um determinado tipo de insumo. Exemplos de restrição vertical em mercados financeiros afetados pelo fenômeno da *fintech* são vistos nos contratos de exclusividade assinados por agentes de investimentos e em acordos de exclusividade ou preferência, entre firmas, para distribuição de produtos de investimentos e seguros.

Por outro lado, também se pode interpretar a celebração desses contratos como **conduta exclusionária**. Outros tipos de condutas exclusionárias podem ser observadas no âmbito das *fintech*. Como exemplo, pode-se enquadrar nesse tipo de conduta, o oferecimento de determinados serviços gratuitos¹⁰² tendo em vista a alavancagem de outros serviços de um determinado grupo econômico ou de uma plataforma.

e) Possibilidade de colusão tácita por algoritmo

O uso intensivo de algoritmos implica no risco de **promoção de colusão tácita**, especialmente quando se trata de algoritmos dotados de tecnologias de inteligência artificial. Esse tipo de colusão pode ocorrer por meio da interação entre algoritmos de diferentes empresas, quando firmas *fintech* utilizam esses algoritmos para determinar preços e taxas, levando em conta as informações do mercado, dentre elas, os sinais emitidos pelos algoritmos de seus concorrentes.

f) Não submissão de aquisição de empresa fintech

Um desafio para a política antitruste geral a esse tema diz respeito à **possibilidade que empresas incumbentes adquiram empresas *fintech* em início de operação ou**

¹⁰² Esse tipo de conduta pode ser interpretado como precificação predatória.

mesmo em fase pré-operacional. Importante lembrar do capítulo 1, que *fintechs* independentes, muitas vezes ainda pequenas e com baixo nível de faturamento, são importantes agentes inovadores em determinadas áreas do setor de serviços financeiros.

Se por um lado, esses atos de concentração podem dar as condições para um melhor desenvolvimento desses novos negócios, por outro lado podem significar o fim do oferecimento de certos serviços e a conseqüente diminuição da pressão concorrencial sobre os incumbentes. Uma vez que essas operações normalmente não impactam de forma importante os índices de concentração e, muitas vezes, as *fintechs* envolvidas não possuem faturamento suficiente que obrigue sua notificação às autoridades de defesa da concorrência, corre-se o risco de que esses atos de concentração não sejam avaliados da maneira devida. Igualmente, pode ser observado um risco de compras sequenciais com o objetivo de encerramento ou redução da pressão competitiva por inovação.

2.3.2 Depósitos

Tal qual descrito na seção 1.3, o mercado de depósitos apresenta barreiras à entrada decorrentes de características como a presença de custos de troca, efeitos de rede e assimetria de informação.

É importante ter-se em conta que essas barreiras à entrada são características desse mercado. Todavia, condutas deliberadas visando o aumento artificial dessas barreiras, podem ser caracterizadas como condutas anticompetitivas, passíveis de punição pelas autoridades. Nesse sentido, instituições bancárias com elevado poder de mercado podem possuir incentivos a adotar condutas anticompetitivas, que dificultem as movimentações financeiras de seus clientes, **visando aumentar os custos de troca, arrefecendo rivalidade e potencializando as barreiras à entrada nesses e em outros mercados relacionados.**

Já a existência de efeitos de rede, pode incentivar a adoção de condutas exclusionárias de **discriminação de preços de outros serviços** atrelada ao fato de o cliente ter ou não conta naquela dada instituição. Por exemplo, uma dada instituição pode cobrar preços distintos para fornecer acesso a seus serviços de pagamentos, ou a seguros, ou mesmo a empréstimos dependendo se o cliente possui ou não depósitos com essa dada firma. Esse tipo de prática pode ser utilizada por empresas que possuam poder de mercado em outras linhas de serviços financeiros para alavancar sua linha de depósitos e vice-versa. Uma vez que esse tipo de conduta, assim com todas as mencionadas, deve ser analisada com base na regra da razão.

Conforme comentado na subseção anterior, bancos incumbentes e empresas que possuem outros negócios podem utilizar as informações em sua posse para obter vantagens competitivas e impedir o desenvolvimento de entrantes, entre eles as empresas *fintechs*. Essa vantagem pode vir a ter efeitos anticompetitivos no mercado, especialmente no que tange a restrição de acesso a infraestrutura essencial, neste caso, as próprias informações.

2.3.3 Pagamentos e Transferências

No primeiro capítulo, viu-se que os serviços de pagamentos e transferências possuem características que atraem “não-bancos” a desenvolver negócios neste ramo. Não surpreende que este setor seja o mais próspero entre as *fintechs* na América Latina e o setor mais maduro de atuação das *fintechs* nos países desenvolvidos (KPMG, 2018).

Sobre as questões concorrenciais específicas deste mercado, a que mais chama a atenção é a **garantia de acesso a infraestrutura essencial** para os novos entrantes (European Parliament, 2018). A restrição desse acesso pode ser exercida por certas firmas para desestimular a competição, por meio da criação de barreiras à entrada.

Nesse âmbito, a restrição de acesso aos serviços de compensação e depósito (*clearing* e *settlement*) é um risco concorrencial importante. Por exemplo, conforme citado anteriormente, no Brasil, a principal empresa que opera a infraestrutura de pagamentos possui bancos tradicionais entre o seu quadro de acionistas. Seja por meio da discriminação de preços, de exigências burocráticas ou da prestação de serviços com menor qualidade, as empresas de infraestrutura podem criar barreiras aos novos entrantes no setor, entre eles as *fintechs*, visando manter as posições de mercado de seus acionistas. De toda forma, ainda que não haja interesses conflitantes na operação da infraestrutura, questões como a **discriminação de preços baseada na escala e incompatibilidade de sistemas** podem gerar empecilhos aos novos entrantes para acessarem essa infraestrutura essencial e atrapalhar a concorrência no setor.

Ainda sobre o acesso a infraestrutura essencial, a forte entrada de empresas de tecnologia (*big techs*) em negócios desse setor traz uma importante questão concorrencial. Uma vez que essas empresas são fabricantes de *smartphones* e *smartwatches* (ex.: caso de Samsung e Apple) ou são fornecedores de sistemas operacionais (ex.: Google), elas são capazes de restringir o acesso dos usuários de seus produtos a seus serviços de pagamento proprietários. Ou seja, o usuário de um *smartphone* da firma A pode ser impossibilitado de utilizar serviços de pagamentos e transferências da firma B, podendo a firma B ser uma empresa de tecnologia, um banco, uma *fintech* ou mesmo um incumbente de outro setor. Esse tipo de restrição se dá, por exemplo, ao acesso aos sistemas NFC¹⁰³ de *smartphones* (European Parliament, 2018).

Situações como essas, além da potencialidade de exercício abusivo de poder de mercado, trazem complexidade adicional para a análise antitruste. Uma vez que as

¹⁰³ NFC: Near Field Communication. Tecnologia utilizada para pagamento “sem contato” (*contactless*) por meio de *smartphones*

delimitações entre os produtos e serviços ficam cada vez mais difíceis de serem percebidas, a **determinação do mercado relevante**, ou seja, a primeira etapa de qualquer análise de defesa da concorrência, torna-se uma tarefa extremamente difícil (*European Parliament*, 2018).

Finalmente, práticas como a adoção de **contratos de exclusividade** entre parceiros comerciais, ao mesmo tempo que podem trazer eficiências, especialmente no que tange o desenvolvimento de inovações, também podem dificultar a competição neste mercado. Portanto, devem ser analisados à luz da regra da razão pelas autoridades.

2.3.4 Crédito e Empréstimos

Atividade principal do setor bancário, a concessão de crédito tem seus horizontes ampliados com o advento das tecnologias e modelos de negócio *fintech*. Todavia, é a existência de **exigências regulatórias** que implica nas principais questões que podem dificultar o desenvolvimento deste setor, diminuindo o potencial de aumento de competição no setor (ABFintechs, 2018).

Existe na literatura um importante debate¹⁰⁴ sobre o equilíbrio entre regulação e fomento da competição no setor bancário. As exigências regulatórias, principalmente focadas em índices de alavancagem das instituições, constituem importantes barreiras à entrada neste ramo, seja para as *fintechs*, seja para bancos com operações tradicionais.

É importante recapitular, que quando se trata especificamente de empresas *fintech*, não há padrões regulatórios definidos internacionalmente para a concessão de crédito por parte desse tipo de instituição (BIS, 2017). Esse fato gera disparidades importantes entre

¹⁰⁴ Referências para esse debate são os trabalhos de Carletti e Vives (2008), Diamong (1984), Wagner (2010), Allen et al. (2011), Beck (2008), Goetz (2018), Beck; De Jonghe; Schepens (2013) e Fu; Lyn; Molyneux (2014).

as diversas jurisprudências nacionais, constituindo importante **obstáculo à criação de um mercado transnacional de plataformas de empréstimos** (*European Parliament, 2018*).

Além disso, quando se considera *fintechs* de crédito operando em diferentes países, a adequação dessas firmas às exigências regulatórias específicas de cada nação pode drenar recursos que poderiam ser utilizados para atividades de inovação, atrapalhando o desenvolvimento desse mercado (*European Parliament, 2018*). Essas exigências podem, de alguma forma, **afetar negativamente** questões como a **eficiência** das *fintechs* de crédito e a **inclusão digital** de consumidores (*European Parliament, 2018*).

Modelos de negócio de crédito baseados em *fintech* podem ser atrativos para incumbentes de outras atividades digitais, como por exemplo empresas de varejo digital. Neste contexto, outras condutas anticompetitivas podem vir a ser observadas. Por exemplo, uma dada empresa de varejo digital pode fazer ofertas vinculando descontos em produtos à aquisição de crédito em sua plataforma digital de empréstimos ou mesmo utilizar estratégias de **precificação predatória** (*European Parliament, 2018*), que se por um lado resultariam em prejuízos para a operação de crédito, poderiam resultar em lucros na operação da firma como um todo. **Acesso a dados** dos clientes e a própria posição privilegiada em outros mercados podem gerar efeitos de rede, implicando importantes barreiras à entrada.

Especificamente nos casos de plataformas de empréstimos *P2P* é importante se ter em mente que existem dois tipos de concorrência, a interplataformas e a intraplataformas. Chamamos de interplataformas a competição entre as diversas plataformas de empréstimos *P2P* enquanto a competição intraplataformas se dá entre os ofertantes de crédito. Um ponto de atenção é a atuação de ofertantes de crédito com grandes quantidades de capital disponíveis (e, conseqüentemente, poder de negociação) nessas plataformas. A **presença** desses **competidores institucionais** pode levar à diminuição

dos atrativos e oportunidades para os pequenos ofertantes, **afetando negativamente a concorrência intraplataformas** (European Parliament, 2018). Essa última questão, relacionada aos competidores institucionais pode, talvez, ser trabalhada no âmbito da regulação financeira e não do antitruste. Obviamente, os desafios ao antitruste relacionados à presença de plataformas e discutidos neste texto, valem para os serviços de crédito e empréstimos afetados pelas *fintech*.

2.3.5 Seguros

Em geral, as empresas de *insurtech* possuem modelos de negócios focados em apenas uma etapa da cadeia de valor¹⁰⁵. Por este motivo, o setor de seguros apresenta frequentes parcerias entre *fintechs* e empresas incumbentes, tomando o lugar de intermediadores, tais como os corretores de seguros (*European Parliament*, 2018, p.75). Essas parcerias, apesar de importantes para o desenvolvimento do setor, podem apresentar riscos à concorrência. **Contratos de exclusividade e incompatibilidade de sistemas** são expedientes que podem ser utilizados por incumbentes com maior poder de mercado a fim de dificultar o acesso de seus concorrentes a serviços de *insurtech*.

Da mesma maneira que no mercado convencional de seguros, o acesso a dados de clientes pode dar vantagens competitivas às empresas *fintech* que já possuem poder de mercado (*European Parliament*, 2018). Assim como em outros setores de atuação de *fintechs*, o uso de dados obtidos através de outras atividades das firmas pode alavancar os negócios em *insurtech*. Isso pode criar e manter barreiras à entrada no setor, prejudicando o desenvolvimento do ambiente competitivo.

Dentre as vantagens trazidas pelo desenvolvimento das empresas *insurtech* cabe destacar a flexibilidade para adaptar as apólices às reais necessidades dos clientes e uma

¹⁰⁵ A cadeia de valor de *insurtech* está apresentada na subseção 1.2.4 deste trabalho

maior eficiência na determinação de riscos e na própria gestão das apólices (McKinsey, 2017). Isso só é possível com a captação de grandes quantidades de dados e o **uso de algoritmos**. Todavia, o uso de algoritmos para determinação de políticas de preços pode levar à adoção de **práticas anticompetitivas** por parte das empresas, tais como a colusão tácita (European Parliament, 2018).

2.3.6 Investimentos e Gestão de Ativos

Quando se fala no modelo de plataformas de investimento, os efeitos de rede são características que devem ser consideradas nas análises antitruste. Assim como em outros setores, no mercado de investimentos e gestão de ativos ocorre competição dos tipos intraplataformas e interplataformas. Isto posto, uma questão bastante importante surge a partir desse modelo de negócios: a dificuldade de se delimitar as funcionalidades de oferecimento de informações, aconselhamento de investimentos e gestão (European Parliament, 2018). Essa questão não apenas traz dificuldades à **definição dos mercados relevantes** como levanta a possibilidade da existência de **conflitos de interesse** nesses negócios (European Parliament, 2018).

O conflito de interesses pode surgir dentro do contexto do oferecimento de serviços diversos por uma mesma firma. Conforme citado na subseção 1.2.5, é comum que gestores de plataformas de investimento (*marketplaces*) também ofereçam serviços de comparação de investimentos e aconselhamento. Esses serviços de aconselhamento, que podem inclusive operar por meio de algoritmos (*robo-advisory*), ao mesmo tempo que possuem como objetivo prestar um bom serviço ao cliente, estão inseridos no ambiente da firma, que busca aumentar seus lucros de maneira global. Assim sendo, existe o risco de que o resultado dos serviços de aconselhamento seja a proposição de aquisição de produtos de investimento que não necessariamente sejam os mais adequados aos clientes, mas sim aqueles que tragam o melhor retorno à operadora do *marketplace*. Isso pode ocorrer tanto

pelo oferecimento de produtos de parceiros que pagam melhores comissões à operadora como pelo oferecimento de produtos da própria operadora ou de seus sócios, constituindo assim o conflito de interesses supracitado. Em termos competitivos, esse tipo de expediente torna as plataformas de investimento ambientes nos quais os **concorrentes disputam mercado em condições desiguais**, além de **ampliar as barreiras à entrada** de novos competidores que não estejam atrelados aos operadores das plataformas. Enquanto no âmbito do antitruste, é possível se analisar casos desse tipo, avaliando as eficiências e efeitos dessas condutas em casos específicos, a regulação financeira pode, em seu pilar comportamental¹⁰⁶, contribuir para diminuir a probabilidade do aparecimento de conflitos de interesse¹⁰⁷.

Outra importante característica desse tipo de serviço é o uso intensivo de algoritmos. Se por um lado, o uso dessas tecnologias traz maior transparência, eficiência e informações mais claras aos clientes, promovendo a competição, também traz maiores riscos de **ocorrência de colusão** (European Parliament, 2018).

Por fim, outra questão importante que surge nesse mercado é o fato de a competição por preço ser considerada fraca (FCA, 2017) no mercado de investimentos. Um dos fatores para isso é a **falta de transparência** nos preços dos serviços individuais (European Parliament, 2018). Na Europa, esse problema foi parcialmente mitigado, no âmbito da regulação, com a introdução da MiFID II¹⁰⁸ que, entre outras regras, obriga as empresas do mercado de investimentos a divulgar seus custos publicamente (European Parliament, 2018).

¹⁰⁶ São três os pilares da regulação financeira: regulação prudencial, regulação sistêmica e regulação comportamental ou de conduta (Torres; Martins, 2018).

¹⁰⁷ Exigências específicas para habilitar pessoas a serem acionistas e/ou administradores de empresas do setor financeiro podem diminuir os riscos de aparecimento de conflitos de interesses nesse mercado.

¹⁰⁸ MiFID II: *Markets in Financial Instruments Directive* (European Securities and Markets Authority)

2.3.7 Gestão Financeira e Informações

Os serviços oferecidos por intermédio de *fintechs* são baseados quase que completamente em dados de movimentações financeiras dos consumidores. E é justamente na obtenção desses dados que reside a principal questão concorrencial.

Segundo *European Parliament* (2018), a história recente mostra que os bancos incumbentes tendem a colocar **restrições às *fintechs* que buscam informações de seus clientes**¹⁰⁹, criando uma barreira técnica à entrada.

Outra questão que pode afetar a concorrência nesse setor é a **neutralidade da disposição de informações aos clientes**. Provedores de serviços podem vir a apresentar informações ou mesmo fazer recomendações baseados em outros objetivos que não apenas a maximização do bem-estar de seus clientes. Isso pode ocorrer quando há **conflitos de interesse** tais como a presença de acionistas com interesses em outros mercados de serviços financeiros ou no estabelecimento de parcerias de diversas naturezas. Ou seja, trata-se de questão semelhante à encontrada no setor de investimentos e gestão de ativos, podendo ser trabalhada no âmbito da regulação financeira.

2.3.8 Moedas Digitais

Conforme apresentado na subseção 1.2.7, tem-se no setor de moedas digitais o cenário onde há dois tipos de competição: intercriptomoedas e intrascriptomoeda.

No contexto da competição intercriptomoedas, a atratividade de uma criptomoeda está fortemente ligada à quantidade pessoas que a utilizam para a realização de pagamentos e transferências. Logo, percebe-se que os **efeitos de rede** constituem importantes **barreiras à entrada e à contestação do poder de mercado** das criptomoedas

¹⁰⁹ A investigação do Cade envolvendo GuiaBolso e Bradesco, citada em Vives (2019), é um bom exemplo desse tipo de conduta. O Bradesco (banco incumbente) é acusado de restringir o acesso do GuiaBolso (*fintech* que oferece serviços de gestão financeira) às informações bancárias de seus clientes.

que lideram a concorrência. Apesar de ser uma característica natural da concorrência em plataformas, é necessário que as autoridades antitruste atuem no sentido de inibir práticas que visem um aumento artificial das barreiras à entrada provenientes de efeitos de rede.

Tendo em vista o caráter internacional das criptomoedas, a fiscalização de condutas anticompetitivas apresenta-se complexa (*European Parliament, 2018*). A questão das **diferenças de regulação entre os países** também constitui um entrave ao desenvolvimento de ambientes competitivos. Tendo isso em vista, os esforços dos reguladores para a harmonização de regras entre as diferentes jurisprudências são essenciais para facilitar a internacionalização dos negócios baseados em *fintech* (*Canada Competition Bureau, 2017, p.8*).

Já no âmbito da competição intracriptomoeda, a concorrência se dá, basicamente, entre provedores de serviços de carteiras, câmbio e pagamentos. Um risco à concorrência que salta aos olhos é a possibilidade da adoção de **estratégias de verticalização** por parte das empresas prestadoras desses serviços, o que pode levá-las a executar condutas restritivas e, no extremo, levar ao próprio fechamento do mercado.

A entrada¹¹⁰ de bancos tradicionais no mercado de criptomoedas pode levantar riscos para a competição intracriptomoeda. Junto com o risco de verticalização, vem o risco desses incumbentes adotarem práticas de **precificação predatória** ou simplesmente criarem dificuldades para que prestadores de serviços de câmbio, carteiras e pagamentos consigam operar com suas criptomoedas (*European Parliament, 2018*). Ou seja, quando se fala de uma moeda virtual promovida por um banco tradicional, existe um risco eminente de simplesmente não haver competição intracriptomoeda.

¹¹⁰ Em fevereiro de 2019, o banco estadunidense JP Morgan Chase anunciou a criação de sua própria criptomoeda. Trata-se da primeira moeda digital promovida por um banco tradicional no mundo. <https://www.jpmorgan.com/global/news/digital-coin-payments>

Por fim, uma análise do mercado de mineração de criptomoedas mostra que esse mercado possui **elevadas barreiras à entrada** e **tendência ao oligopólio** decorrentes da presença de grandes economias de escala nessa atividade¹¹¹.

2.4 Comentários finais sobre o capítulo

Sem a pretensão de trazer respostas completas e definitivas para um tema cuja discussão está apenas em seu início, buscou-se neste capítulo levar ao leitor uma visão abrangente dos desafios que a política de defesa da concorrência enfrenta nos mercados de atuação das *fintech* e dos possíveis caminhos, especialmente os já tratados pela literatura, de como lidar com essas questões.

Para isso, foram mapeadas as principais características que podem afetar a concorrência nos mercados, identificadas as principais questões e desafios impostos ao antitruste e apresentadas possíveis soluções presentes na literatura. Dentre os principais desafios, destacam-se a delimitação de mercados relevantes e a avaliação de poder de mercado em mercados com características de concorrência schumpeteriana e com presença de plataformas.

Uma vez que a adoção de *fintech* traz importantes elementos de competição por inovação ao mercado de serviços financeiros, é necessário que as autoridades antitruste adotem abordagens que contemplem as capacidades das empresas e os efeitos intertemporais de condutas e atos de concentração. Não obstante, ainda há um longo caminho no que se refere ao desenvolvimento de métodos e ferramentas específicas, seja para a delimitação de mercados relevantes, determinação de poder de mercado ou caracterização de firmas *maverick*.

¹¹¹ O cálculo de indicadores de concentração mostra que, no 4º trimestre de 2016, o CR₅ era de 79, ou seja, as cinco maiores empresas de mineração de criptomoedas do mundo eram responsáveis por 79% de todas as operações (Hileman; Rauchs, 2017). Esse dado mostra, na prática, o alto nível de concentração desse mercado em nível mundial

Tendo em vista o papel de *startups* no desenvolvimento de certos serviços e mercados, é essencial a adequação dos critérios de obrigatoriedade de notificação de atos de concentração às autoridades.

Já no caso de plataformas, é necessário que se busque, tanto quanto possível, identificar todos os seus lados e entender as relações de *feedback* entre eles. A negligência na busca por essas informações pode levar o analista antitruste a conclusões equivocadas. Aqui também, carece um maior desenvolvimento de ferramentas específicas, principalmente no que se refere à determinação de poder de mercado.

Todavia, é preciso ter em mente que, na defesa da concorrência, é necessário que cada caso seja analisado individualmente, levando-se em conta todas as suas particularidades. Tendo isso em vista, percebe-se que a análise de casos práticos é de grande valia para o enriquecimento da discussão feita neste trabalho.

Assim sendo, o terceiro capítulo é dedicado ao estudo de casos selecionados, à luz das discussões realizadas até este ponto. O estudo desses casos permite uma análise, ainda que preliminar e restrita, sobre a forma como essas questões surgem na prática e as abordagens que foram adotadas em dois casos recentes por duas autoridades de defesa da concorrência distintas.

Capítulo 3 – Estudos de Casos

No capítulo 2, buscou-se identificar e discutir, de uma forma ampla, as principais questões e desafios para o antitruste relacionados ao advento das tecnologias e empresas *fintech*. Em adição, também foram apresentadas possíveis abordagens para se lidar com esses pontos, quando disponíveis na literatura. A partir dos resultados dessa discussão, tem-se questões e desafios para a análise de casos reais, julgados por autoridades de defesa da concorrência.

Buscando trazer exemplos concretos das questões concorrenciais, dos desafios enfrentados pelos formuladores e aplicadores da política antitruste e da atuação das autoridades frente a esses desafios, no capítulo 3 são analisados dois casos selecionados. Assim, pretende-se dar conta de abranger, da forma mais ampla possível que a jurisprudência brasileira e internacional nos permitiu, os espectros teórico e prático discutidos nos capítulos anteriores.

Assim sendo, neste capítulo são apresentados e analisados dois casos envolvendo empresas com modelos de negócio baseados em tecnologias *fintech* que foram submetidos às autoridades antitruste. Esses casos foram selecionados seguindo os seguintes critérios: (i) ser um caso que exemplifique e se enquadre nas definições de *fintech* e dos tipos de serviços e enquadramentos abordados no primeiro capítulo; (ii) trazer exemplos de avaliação de conduta e de controle de concentração e abordar parte das questões tratadas ao longo do segundo capítulo; (iii) abranger jurisdições brasileira e estrangeira; e, finalmente, (iv) possuir informações públicas suficientes para a análise do caso.

O primeiro caso trata de um pedido feito por um grupo de bancos emissores de cartões de pagamento à autoridade de defesa da concorrência australiana (ACCC¹¹²), solicitando autorização prévia¹¹³ para a adoção, por parte do grupo, de condutas coordenadas em uma negociação com a empresa de tecnologia Apple para a disponibilização de serviços de pagamento móvel dos bancos nos dispositivos desta de utilização dos serviços de sua solução de pagamentos móveis, Apple Pay. Os requerentes alegavam que essas condutas, em princípio ilegais, gerariam eficiências que prevaleceriam sobre os efeitos competitivos da mesma. Esse caso é denominado “Apple Pay Austrália”.

Já o segundo caso, ocorrido no Brasil, trata da aquisição de posição acionária relevante do Itaú Unibanco na empresa XP Investimentos, cujo modelo de negócios é baseado em uma plataforma multilateral, com foco principal no mercado de investimentos e gestão de ativos. Ou seja, trata-se de um ato de concentração¹¹⁴. O caso é denominado “Itaú-Unibanco/XP”.

É importante citar que, após extensa pesquisa junto aos principais órgãos antitruste, não foram encontrados casos já julgados e com documentação disponível ao público que atendam melhor aos objetivos deste trabalho¹¹⁵. Por conta do fato de o surgimento das

¹¹² Australian Competition and Consumer Commission

¹¹³ A autoridade antitruste australiana (ACCC) prevê a possibilidade para que firmas peçam autorizações para adotar condutas cujos efeitos são potencialmente anticompetitivos. O grupo de bancos faz uso desse instrumento, requerendo uma autorização. Nas palavras do órgão: “Where businesses are concerned that their proposed conduct may give rise to a breach of the competition provisions of the Act, they can seek authorisation from the ACCC. If the ACCC is satisfied that the relevant legal test is met and grants authorisation, this removes the risk of legal action under the competition provisions.” (<https://www.accc.gov.au/business/exemptions/authorisation>).

¹¹⁴ Conforme se verá na análise do caso, há sobreposições tanto horizontais quanto verticais entre as empresas envolvidas.

¹¹⁵ O recém-publicado relatório da OCDE para a Roundtable in Competition realizada no tema, por exemplo, não traz nenhum caso nas contribuições dos países (OCDE, 2019). Para o Brasil, outros casos considerados em nossa pesquisa foram o processo administrativo nº 08700.003187/2017-74 do Cade, que trata de uma possível discriminação de bancos incumbentes com relação ao entrante Nubank e o processo nº 08700.004201/2018-38 do Cade, que trata da apuração de uma suposta prática anticompetitiva do Bradesco contra a firma *fintech* de gestão financeira GuiaBolso, no que tange o acesso de informações financeiras de seus clientes. Este último caso é, inclusive, citado por Vives (2019) como exemplo de tentativa de fechamento de mercado para entrantes. Infelizmente, os casos ainda não estão finalizados, o que impede sua utilização nesta dissertação.

fintech ser fenômeno recente, a quantidade de casos antitruste, sejam de condutas, sejam de atos de concentração, que tenham sido analisados, julgados e com documentos disponibilizados ao público é ainda bastante restrita. Junte-se a isso o fato de que uma quantidade expressiva de atos de concentração envolve firmas *fintech* em fase inicial de operação, ou mesmo pré-operacionais e, portanto, não preenchem os requisitos que os tornariam obrigatórios de serem notificados, em grande parte das principais jurisdições.

As fontes primárias para a apresentação e análise dos casos são os próprios documentos divulgados pela autoridade antitruste da Austrália (ACCC) e pelas autoridades antitruste e de regulação financeira brasileiras, Cade e BCB. É importante se ter em mente as diferenças entre esses conjuntos de documentos. No caso australiano, a ACCC disponibiliza um documento no qual expõe sua decisão final sobre o caso e suas razões, constituindo uma espécie de relatório detalhado. Já no caso brasileiro, tem-se acesso aos votos dos conselheiros, ao parecer da Superintendência Geral e aos documentos originais dos Acordos em Controle de Concentração (ACCs) propostos pelo Cade e pelo BCB.

3.1 Apple Pay Austrália (2017)

Nesta seção, é discutido o caso “Apple Pay Austrália”. Na primeira subseção, é oferecida uma visão geral do caso, com apresentação dos objetos, agentes envolvidos e mercados relevantes. Na seção seguinte, é apresentada a análise realizada pela autoridade antitruste. A subseção final é dedicada aos comentários sobre o caso, à luz das questões concorrenciais discutidas no capítulo 2.

3.1.1 Apresentação do caso

Este caso trata do pedido realizado¹¹⁶ pelos bancos emissores de cartões de pagamentos Bendigo and Adelaide Bank Limited, Commonwealth Bank of Australia (CBA), National Australia Bank Limited (NAB) e Westpac Banking Corporation junto à autoridade antitruste australiana (ACCC) para que o grupo pudesse vir a realizar uma negociação coletiva com a Apple e adotar um boicote coletivo¹¹⁷ (*collective boycott*) ao serviço Apple Pay (ACCC, 2017). Ou seja, trata-se de um caso no qual um grupo de empresas solicitou uma análise prévia e autorização por parte da autoridade antitruste para implementar conduta que poderia futuramente ser considerada como anticompetitiva pela autoridade.

Antes de entrar em detalhes sobre a conduta¹¹⁸ analisada pela ACCC, é importante entender os serviços ofertados pelas empresas e sua relação na cadeia de provimento desses serviços.

As empresas requerentes do caso são alguns dos principais bancos comerciais presentes na Austrália, com atuação em diversos setores do mercado financeiro. As atividades realizadas por essas firmas e que estão diretamente ligadas ao caso em análise são a emissão de cartões de pagamento e a disponibilização de serviços de carteiras digitais e soluções de pagamentos móveis.

Já a Apple é uma das principais empresas de tecnologia do mundo, com atuação destacada nos mercados de *smartphones*, *smartwatches*, computadores pessoais, *laptops*, aplicativos e serviços *online*. Os serviços ofertados pela Apple e implicados diretamente no

¹¹⁶ Pleitos de Autorização A91546 e A91547 do ACCC

¹¹⁷ O boicote coletivo consiste em um acordo entre os bancos participantes do pleito para que nenhum deles conduza negociações individuais com a Apple acerca do tema da negociação coletiva. Negociações versando sobre outros temas não estão no escopo do pleito.

¹¹⁸ O pedido de autorização é tratado como uma conduta de fato, dado que a discussão permanece válida, mesmo a análise tendo sido realizada previamente à realização do acordo consultado.

caso em questão são serviços financeiros na forma de carteiras digitais (Apple Wallet) e serviços de pagamentos móveis (Apple Pay).

De forma mais descritiva, os serviços de atuação objeto da conduta em consulta compreendem¹¹⁹:

- Carteiras digitais (*digital wallets*): também conhecidas como carteiras eletrônicas ou carteiras móveis, são aplicativos que permitem o armazenamento de informações sobre cartões de pagamento, documentos, ingressos, bilhetes aéreos, entre outros. Podem ser utilizadas em substituição às carteiras tradicionais (físicas) para, por exemplo, armazenar as informações que permitem a realização de pagamentos por aproximação em pontos de venda. A Apple possui a Apple Wallet como sua carteira digital, do tipo *multi-issuer*¹²⁰. Já os bancos requerentes possuem suas próprias carteiras;
- Serviços de pagamento móvel (*mobile payment services*): serviços para pagamentos realizados com dispositivos móveis em pontos de venda físicos. No caso específico da Apple, seu serviço (aplicativo) de pagamento móvel é integrado com a Apple Wallet e chama-se Apple Pay¹²¹. O Apple Pay permite, por exemplo, pagamentos por aproximação por meio de NFC. Questão central no caso analisado, os pagamentos por NFC em dispositivos Apple eram, à época, necessariamente realizados com intermediação do Apple Pay

¹¹⁹ Como veremos mais a frente, essas também foram as delimitações do mercado relevante segundo breve análise neste tema da ACCC.

¹²⁰ Carteiras digitais *multi-issuer*: Carteiras digitais que trabalham com cartões de diferentes bancos emissores e diferentes bandeiras.

¹²¹ Um importante ponto mencionado no caso é o fato de que o Apple Pay pode trabalhar de forma integrada com outras carteiras digitais que não a Apple Wallet.

enquanto, por exemplo, em dispositivos Android¹²², os bancos tinham a possibilidade de disponibilizar suas próprias soluções de pagamento móvel utilizando NFC, integradas às suas próprias carteiras virtuais;

- Sistemas operacionais móveis (*mobile operating systems*): são os *softwares* que servem como base para o funcionamento de dispositivos móveis, dentre os quais destacam-se os *smartphones*. Os principais exemplos são o Android, disponibilizado pela Google, possuindo código aberto¹²³ e o iOS, sistema proprietário da Apple, de uso exclusivo em seus dispositivos;
- Dispositivos de pagamento móvel (*mobile payment devices*): aqui se trata do mercado de dispositivos em si, ou seja, *smartphones*, *smartwatches*, pulseiras para pagamento por aproximação, entre outros;
- Cartões de pagamento (*payment cards*): são os cartões emitidos, neste caso específico pelos bancos, para o pagamento de compras em geral. Podem ser encontrados tanto em versão física (plástico) quanto em versão digital.

De forma simplificada, é possível entender as relações entre esses serviços por meio da descrição da cadeia de pagamentos móveis. Enquanto os aplicativos de pagamentos móveis efetivam esses pagamentos no ponto de venda físico, essa efetivação só é possível por conta dos dados de cartões de pagamento armazenados em carteiras digitais. Por sua vez, tanto carteiras digitais quanto aplicativos de pagamento móvel (em alguns casos, ambos serviços são oferecidos de maneiras conjunta, ou seja, em um mesmo aplicativo) necessitam de sistemas operacionais móveis para operarem. Por fim, os dispositivos de

¹²² Importante ter ciência que o principal aplicativo que oferece serviço de pagamento móvel nos dispositivos Android é o Google Pay, que constitui uma solução integrada, servindo o mesmo aplicativo como serviço de pagamento móvel e carteira digital *multi-issuer*.

¹²³ O código aberto permite, por exemplo, a realização de adaptações por parte dos fabricantes dos dispositivos que utilizam esse sistema operacional.

pagamento móvel constituem o hardware que sustenta e viabiliza todo o processo de pagamentos.

O pleito dos emissores de cartões visava que a ACCC autorizasse a associação destes para realização de negociação coletiva junto à Apple, assim como a assinatura de um acordo entre esses bancos no qual era negada aos membros do grupo a possibilidade de celebrar acordos individuais com a Apple no âmbito dos objetos da negociação coletiva (boicote limitado). Eram dois esses objetos.

O primeiro objeto era o acesso dos requerentes ao controlador NFC dos *smartphones* da Apple (iPhone), a fim de que os solicitantes pudessem utilizar essa funcionalidade para o oferecimento de serviços de pagamentos móveis a partir de suas próprias carteiras digitais nos dispositivos da Apple sem necessidade de intermediação do *software* da Apple, o Apple Pay¹²⁴.

Já o segundo objeto era a distribuição das carteiras digitais desses requerentes por meio da loja de aplicativos da Apple (App Store) sem restrições¹²⁵.

Note-se que o pleito previa uma validade de 18 meses¹²⁶ para o acordo entre os bancos requerentes e a adoção das condutas. Ou seja, o pleito dos requerentes possuía escopo bem delimitado: coordenação para negociação do acesso ao controlador do NFC dos iPhones e para disponibilização de carteiras digitais na App Store, compreendendo também a adoção do boicote coletivo supracitado.

¹²⁴ Antes do pleito, a única maneira de se ofertar serviços de pagamento móvel baseados no NFC dos dispositivos Apple era utilizando-se do serviço Apple Pay, havendo barreiras técnicas para conexão direta entre aplicativos de pagamento móvel de outros provedores e o NFC dos dispositivos Apple.

¹²⁵ “to allow their digital wallets to be distributed from Apple’s App Store without any unreasonable prohibitions, unreasonable terms, or unreasonable approval delays from Apple” (ACCC, 2017, p. 2)

¹²⁶ A validade inicial prevista era de três anos. Porém, os próprios requerentes alteraram esse ponto do pleito.

Dessa forma, trata-se de um caso no qual os requerentes solicitavam autorização prévia para acordo conjunto de forma explícita, com escopo e tempo de duração delimitados. A alegação dos bancos era de que esse expediente reduziria a disparidade entre o poder de barganha¹²⁷ da Apple e o dos requerentes, trazendo benefícios para a concorrência. De acordo com os requerentes, o poder de barganha da Apple é oriundo, principalmente, de sua estratégia de integração entre sistema operacional, hardware e permissões para software nos iPhones. O grupo de bancos alegava, ainda, que a prática em consulta buscava melhorar suas condições para o oferecimento de soluções e serviços em pagamentos móveis por meio da utilização de dispositivos manufaturados pela Apple.

Antes de prosseguir com a descrição da análise da ACCC, é possível enquadrar as partes envolvidas e seus serviços de acordo com a nomenclatura do capítulo 1. As partes podem ser enquadradas como incumbentes, sendo os quatro bancos incumbentes do setor bancário e a Apple uma incumbente do setor de tecnologia, mais especificamente, uma *big tech*. O modelo de negócios de pagamentos móveis baseado na utilização de NFC é claramente um modelo inovador baseado em *fintech* e o caso não trata de empresas *fintech*, para seguir com a terminologia adotada no capítulo 1 deste trabalho.

Ademais, percebe-se que os mercados de carteiras digitais e serviços de pagamento móvel podem ser enquadrados nos serviços impactados por *fintech*, conforme descrito na seção 1.2 deste trabalho. Ambos os mercados podem ser classificados, sem maiores questões, dentro da categoria de “pagamentos e transferências”. Todavia, tendo em vista a complexidade e a dinâmica desses mercados, alterações em seus ambientes concorrenciais também afetam outros mercados não diretamente enquadrados como

¹²⁷ É importante ter-se em mente que o poder de barganha atribuído à Apple nessa negociação é derivado de seu poder de mercado e da possibilidade da firma em exercê-lo. Para o mercado australiano, são apresentados dados que mostram a liderança da Apple no mercado de sistemas operacionais móveis, com market share variando entre 35,3% e 41%, a depender da fonte considerada (ACCC, 2017, p. 26). É baseada nessa liderança de mercado que os requerentes tentam justificar o poder de barganha da Apple.

modelos de negócio baseados em *fintech*. Em outras palavras, percebe-se a presença de *feedbacks* positivos entre esses mercados. Neste caso, os mercados de sistemas operacionais móveis e de cartões de pagamento. Por sua vez, não tão óbvia é a classificação do mercado de dispositivos de pagamento móvel. Dentre esses dispositivos, encontram-se tanto dispositivos dedicados, como as pulseiras específicas para pagamento quanto dispositivos de uso abrangente, como *smartphones*. Enquanto os dispositivos dedicados podem ser enquadrados na categoria de “pagamentos e transferências”, não é possível enquadrar o mercado de *smartphones* nessa mesma categoria.

Já sobre a atuação desses agentes na cadeia de pagamentos, considerando o modelo de negócios de pagamentos móveis baseados em NFC como uma variação da cadeia de pagamentos tradicional, todos podem ser enquadrados como provedores *front-end*, ou seja, atuantes nas atividades de pré-transação, autorização e pós-transação¹²⁸.

A seguir, é apresentada a análise realizada pela ACCC, com base nos documentos públicos do caso (ACCC, 2017).

3.1.2 Análise das Autoridades

Sem fazer uso de uma análise aprofundada, a ACCC listou cinco mercados relevantes, tais quais apresentados anteriormente: carteiras digitais (*digital wallets*), serviços de pagamento móvel (*mobile payment services*), sistemas operacionais móveis (*mobile operating systems*), dispositivos de pagamento móvel (*mobile payment devices*) e cartões de pagamento (*payment cards*).

Utilizando-se do princípio da regra da razão (*rule of reason*), a autoridade antitruste identificou, com o auxílio de partes interessadas, que incluíram outros bancos, empresas *fintechs* e especialistas do mercado e da academia, os prováveis benefícios e

¹²⁸ Para mais detalhes sobre a cadeia de pagamentos, vide subseção 1.2.2 desta dissertação

desvantagens nas áreas afetadas por uma possível autorização da conduta proposta pelos requerentes.

3.1.2.1 Análise de Benefícios Prováveis

No que tange a distribuição de carteiras digitais, a ACCC considerou que a concessão de autorização para negociação coletiva e boicote limitado visando um acordo de acesso à App Store pelos requerentes não traz nenhum benefício público, uma vez que o argumento dos requerentes de que a Apple rejeitaria a veiculação de aplicativos com funcionalidades similares aos dos seus próprios aplicativos não foi comprovado na realidade. Segundo seu relatório, a ACCC possuía conhecimento da existência de diversos aplicativos que ofereciam serviços semelhantes àqueles ofertados pela Apple e ainda assim estavam disponíveis em sua loja de aplicativos, encerrando a discussão sobre este ponto do pleito, negando a autorização para condutas visando negociação sobre acesso à loja de aplicativos App Store.

Por conseguinte, nesta subseção será apresentada a análise realizada pela ACCC para discutir os prováveis benefícios públicos (*public benefits*)¹²⁹ alegados pelos requerentes como resultado da autorização para realização da negociação coletiva, exclusivamente, para acesso direto ao controlador de NFC dos dispositivos da Apple.

a) Maior concorrência, escolha do consumidor, inovação e investimento em serviços de pagamento móvel

De acordo com a análise da ACCC, o não-acesso direto ao NFC dos dispositivos da Apple por parte dos requerentes impediria essas (e outras) empresas de prover serviços concorrentes ao Apple Pay para consumidores que possuem esses dispositivos. Outrossim,

¹²⁹ A ACCC utiliza em sua análise uma definição ampla do conceito de benefício público, em linha com a visão do *Australian Competition Tribunal*: "...anything of value to the community generally, any contribution to the aims pursued by society including as one of its principal elements ... the achievement of the economic goals of efficiency and progress." (ACCC, 2017, p.54)

a autorização da ACCC para a negociação coletiva teria importantes efeitos para ampliar a pressão concorrencial em serviços de pagamento móvel.

Todavia, a análise pontuou que, na situação à época, já existia concorrência neste mercado na Austrália e se dava de três formas principais.

Uma das maneiras que permite a outros provedores fornecerem serviços de pagamento móvel por NFC é o uso de dispositivos NFC externos. Esses dispositivos podem se apresentar na forma de adesivos para celular, cartões, pulseiras, *smartwatches*, entre outros. Outra forma de competir sem a necessidade de utilizar o NFC nativo do *smartphone* dava-se através do uso de tecnologias alternativas para o provimento de serviços de pagamento *contactless*¹³⁰, sendo a principal o QR *Code*¹³¹. Apesar de os requerentes alegarem que mais de 75% do mercado de serviços de pagamento móvel australiano estava baseado na tecnologia NFC, o relatório cita o rápido crescimento da aceitação da tecnologia QR *Code* em países como Coreia do Sul, Hong Kong, África do Sul, Tailândia e Japão. Também é citado um caso na própria Austrália, no qual o CBA (Commonwealth Bank of Australia¹³²) adaptou seus terminais de pagamento para serem capazes de operar por meio de QR *Code*. De toda forma, a ACCC considerou que a implantação em larga escala de tecnologias alternativas ao NFC é custosa e, portanto, requer alto volume de investimentos, que poderia ser direcionado, por exemplo, para inovações.

A terceira maneira pela qual a competição já ocorria seria por meio do oferecimento de serviços de pagamento móvel em outros sistemas operacionais, sendo o Android¹³³ o principal deles. Apesar do órgão admitir que existiam altos custos de troca (*switching costs*), além de outras barreiras, para que os consumidores alternassem, principalmente, entre

¹³⁰ Sem contato

¹³¹ *Quick Response Code*: Código de resposta rápida, tecnologia utilizada para envio de informações por meio da leitura de um código de barras bidimensional

¹³² Banco incumbente não participante do pleito.

¹³³ Sistema operacional para dispositivos móveis fornecido pelo Google, em plataforma aberta.

smartphones com sistemas operacionais distintos, esse fato não impediria a existência de alguma pressão competitiva. Essa concorrência é evidenciada pela existência de serviços de pagamentos móveis disponíveis tanto para dispositivos Apple como para aqueles que utilizam Android. Em adição a isso, o desenvolvimento de *smartwatches* e *smartbands* com a tecnologia NFC nativa e compatíveis com qualquer *smartphone*, não importando seu sistema operacional, aumentaria a pressão competitiva que o Apple Pay sofre quando se considera o universo de usuários de iPhones, uma vez que poderiam funcionar como uma espécie de *by-pass* para a execução de pagamentos móveis.

Por fim, tendo os argumentos apresentados em conta, a análise da ACCC concluiu que o acesso ao NFC dos aparelhos Apple por parte de outros competidores implicaria em um significativo benefício público, por conta do aumento da concorrência no mercado de serviços de pagamento móvel por meio de iPhone.

b) Maior concorrência em carteiras digitais

Serviços de pagamento móvel são parte importante dos serviços oferecidos no âmbito das carteiras digitais. Por conseguinte, o aumento da concorrência em serviços de pagamento móvel implica em aumento da concorrência entre os provedores de carteiras digitais.

Todavia, a análise da ACCC enumerou alguns pontos que podem diminuir os efeitos desse aumento de concorrência advindo dos serviços de pagamento móvel. A primeira questão levantada nessa análise foi a possibilidade de provedores de carteiras digitais buscarem vantagens competitivas por meio das outras funções das carteiras digitais que não o pagamento móvel por NFC. Dentre essas funções, pode-se citar pagamentos e transferências *online*, armazenamento de documentos pessoais e cartões de fidelidade, além do próprio pagamento móvel utilizando outras tecnologias.

O segundo ponto trazido pela ACCC foi a possibilidade de provedores de carteiras digitais conseguirem conectar essas carteiras com o Apple Pay¹³⁴, a fim de prover serviços de pagamento móvel com NFC em iPhones. Os requerentes alegaram que essa conexão com o Apple Pay não é um substituto perfeito do acesso direto ao NFC nos dispositivos Apple, uma vez que se trata de “versão limitada e degradada do serviço” (ACCC, 2017. p. 60). Todavia, a ACCC concluiu que era sim possível haver competição entre carteiras digitais para o mercado de usuários de iPhones. O órgão argumentou que o tempo e a quantidade de passos para a realização de pagamentos por NFC utilizando carteiras digitais em aparelhos Android era bastante similar ao que se verificava na utilização de carteiras que realizavam a integração com o Apple Pay. Logo, conclui-se que o acesso direto dos requerentes ao NFC dos dispositivos Apple não traria tantos benefícios assim no que diz respeito ao provimento de serviços de pagamentos móveis por meio das carteiras digitais desses requerentes.

Já o terceiro ponto citado é a possibilidade de utilização de dispositivos externos de NFC por parte dos requerentes, discutida anteriormente. O quarto e último ponto analisado pela ACCC tratou dos riscos de discriminação que podem limitar o aumento da concorrência no mercado de carteiras digitais. A autoridade antitruste chamou a atenção para o fato de que os requerentes, como provedores de serviços bancários, possuíam incentivos e condições de promover a utilização de suas carteiras digitais em detrimento das carteiras chamadas *multi-issuer*. Isso poderia ocorrer através de diversas condutas de discriminação tais como a cobrança de tarifas para a utilização de cartões em carteiras *multi-issuer*, diferenciação de pontuação em programas de fidelidade, entre outros tipos de promoções. De toda forma, é importante perceber que esse tipo de expediente ocorre

¹³⁴ À época, a conexão entre carteiras digitais de terceiros e o Apple Pay era a única forma dos requerentes oferecerem serviços de pagamento móvel por meio de NFC para os usuários de suas carteiras digitais proprietárias em dispositivos da Apple.

independentemente do acesso dos aplicativos dos requerentes ao NFC do dispositivo móvel.

Tendo isso em vista, a avaliação da ACCC foi de que o acesso ao NFC dos iPhones por parte dos requerentes provavelmente resultaria em um pequeno benefício público, devido ao aumento da competição entre carteiras digitais.

c) Aumento do investimento e da inovação em outras aplicações de tecnologia NFC

Além da utilização para pagamentos móveis, o NFC pode ser utilizado para outros fins, tais como validação de cupons de desconto, controle de acesso em edifícios, ingressos para cinemas, teatros e eventos esportivos, entre outros. Tendo isso em vista, os requerentes argumentaram que o acesso ao NFC dos iPhones possibilitaria uma maior gama de oportunidades para inovações além do setor de pagamentos, beneficiando a sociedade australiana como um todo.

Todavia, a ACCC reiterou que esses outros produtos e serviços, que poderiam fazer uso do NFC, podem ser viabilizados por tecnologias alternativas. A autoridade cita como exemplos a utilização da tecnologia RFID¹³⁵ e o já citado *QR Code*.

Dessa forma, a ACCC não identificou nenhum benefício público neste quesito.

d) Aumento da adoção de pagamentos móveis

ACCC não concordou com o argumento dos requerentes de que a autorização para negociação coletiva do acesso ao NFC da Apple iria auxiliar na adoção dos serviços de pagamentos móveis na Austrália, aumentando a eficiência no uso dos terminais de pagamento *contactless* no país. Na visão da autoridade, não havia indícios claros que sustentassem essa alegação.

¹³⁵ RFID: Identificação por rádio frequência

Um dos argumentos da ACCC é que o mercado de pagamentos móveis está sujeito a alto grau de inovação, ou seja, existem diversos caminhos pelos quais o fomento à adoção dos pagamentos móveis pode acontecer, sem necessariamente depender do acesso ao NFC.

Além disso, foi possível vislumbrar que, caso a autorização pretendida não fosse concedida pela autoridade antitruste, as empresas requerentes poderiam vir a buscar negociações individuais para ofertar seus serviços de pagamentos através do Apple Pay. Para a ACCC, o sucesso dessas negociações aumentaria a adoção desses serviços, principalmente no curto prazo.

Por fim, o órgão alegou que a estrutura de pagamentos *contactless* já era utilizada com bastante eficiência, fato corroborado pela alta taxa de utilização de cartões com a tecnologia NFC. O relatório cita resultados de um estudo desenvolvido pela empresa de cartões Visa¹³⁶, que mostrou haver um grande conhecimento da população acerca das soluções de pagamento móvel e uma grande propensão a migrar da utilização de cartões *contactless* para serviços de pagamento por meio de *smartphones*.

e) Redução de assimetria da informação

Os requerentes sustentavam que os acordos de confidencialidade exigidos pela Apple em suas negociações comerciais individuais, criariam uma situação de assimetria da informação, levando-os a ter desvantagem nas negociações individuais com essa companhia.

Conforme notado pela autoridade em sua decisão, é importante ter-se em conta que situações de assimetria da informação ocorrem quando uma das partes de uma transação não possui informações completas sobre questões como qualidade e preços do produto ou

¹³⁶ Visa-RFi Group Australian Payments Report, 'The changing payments behaviour of Australian consumers and the impact on banking relationships', June 2015, p.24.

serviço desejado. Obviamente, esse fato coloca essa parte em desvantagem nas negociações de preços e condições.

A autoridade antitruste admitiu que a autorização para uma negociação coletiva colocaria os requerentes em uma melhor posição para adquirir informações técnicas sobre o funcionamento do Apple Pay. De toda forma, a ACCC não aceitou o argumento de que os acordos de confidencialidade criavam uma situação de assimetria da informação no que tange dados sobre os preços ou qualidade do serviço prestado pelo Apple Pay.

Outrossim, a conclusão da ACCC é que a autorização pretendida provavelmente resultaria em um pequeno benefício público acerca da questão da redução de assimetria da informação.

f) Facilitação da dinâmica do mercado e economia em custos de transação

A análise da ACCC não identificou qualquer benefício público em termos de facilitação da dinâmica do mercado e economia em custos de transação.

No que tange à dinâmica do mercado, a autoridade não enxergou nenhum benefício adicional que poderia advir da autorização pretendida além do aumento da pressão competitiva nos serviços de pagamento móvel, conforme já discutido anteriormente. Já sobre a economia em custos de transação, a ACCC argumentou que, uma vez que a negociação coletiva possuía escopo específico e trataria tão somente dos principais aspectos a serem acordados entre os requerentes e a Apple, negociações individuais ainda seriam necessárias para se definir detalhes dos contratos. Dessa maneira, a autoridade não vislumbrou benefícios nesse sentido.

3.1.2.2 Análise de Impactos Negativos¹³⁷ Prováveis

Nesta seção, são discutidos os prováveis impactos negativos (*public detriments*) que eram esperados em caso de aceitação pela ACCC do pleito dos requerentes. Assim como no caso da análise dos benefícios, a análise de impactos negativos tem seu foco na proposta de negociação coletiva para acesso ao NFC dos iPhones, uma vez que não procedeu a avaliação referente ao acesso à App Store.

a) Distorção da concorrência entre sistemas operacionais móveis

A análise da ACCC identificou duas prováveis consequências do acesso dos requerentes ao NFC dos iPhones que poderiam distorcer a competição entre sistemas operacionais móveis.

Verificou-se que esse acesso poderia afetar a estratégia da Apple, que envolve alto nível de integração entre hardware e software em seus dispositivos, tanto para a oferta de serviços de pagamentos como para o funcionamento mais amplo de seu sistema operacional. Além disso, para viabilizar o acesso ao NFC por parte de terceiros, seriam necessárias modificações no software da Apple que fatalmente diminuiriam o grau de diferenciação entre as plataformas iOS e Android e poderiam alterar de maneira significativa a experiência dos atuais usuários da Apple Pay.

Tendo isso em vista, a ACCC considerou que a distorção da competição entre sistemas operacionais seria um impacto negativo significativo oriundo da aceitação do pleito.

¹³⁷ Tal qual a definição dos benefícios, para os impactos negativos a ACCC adota um conceito amplo, em linha com a visão do *Australian Competition Tribunal*: "...any impairment to the community generally, any harm or damage to the aims pursued by the society including as one of its principal elements the achievement of the goal of economic efficiency." (ACCC, 2017, p. 67).

b) Distorção da concorrência no mercado de dispositivos de pagamento móvel

O mercado de dispositivos de pagamento móvel mostrava à época crescimento e alto grau de inovação. Diversas companhias vinham desenvolvendo diferentes tipos de dispositivos, buscando atender às necessidades de públicos distintos.

Segundo a ACCC, enquanto os requerentes alegavam que os smartphones eram e tendiam a seguir sendo os dispositivos de maior aceitação pelo público para fins de pagamentos utilizando o NFC, a Apple trouxe exemplos de bancos e empresas de cartões de crédito que estavam criando dispositivos alternativos¹³⁸ para esse fim. Além disso, conforme já citado anteriormente, os emissores de cartões poderiam fazer uso de dispositivos NFC externos¹³⁹, conectados com carteiras digitais de um smartphone, sem necessidade de utilizar o NFC do próprio smartphone.

Tendo isso em vista, a ACCC entendeu que o acesso dos requerentes ao NFC do iPhone poderia distorcer, de maneira artificial, a competição no mercado de dispositivos para pagamento móvel. Isso ocorreria pois o atendimento ao pleito criaria um importante incentivo à criação de soluções com base no acesso ao NFC de smartphones em detrimento de formas de conexão alternativas que, em alguns casos, seriam mais adequadas a determinadas geografias ou perfis de consumidores.

Dessa forma, a ACCC considerou que a distorção da competição no mercado de dispositivos de pagamento móvel consistia em um impacto negativo significativo.

¹³⁸ Dentre esses dispositivos, pode se citar como exemplos as pulseiras do tipo *fitness trackers* que estavam sendo utilizadas pela Mastercard e pelo Barclays Bank para viabilizar pagamentos via NFC (ACCC, 2017, p.71)

¹³⁹ A análise cita a iniciativa do Westpac (um dos requerentes) de desenvolvimento de uma pulseira com tecnologia NFC para fins de pagamentos *contactless* (ACCC, 2017, p.71). Diversos *smartwatches* não produzidos pela Apple e que possuem NFC próprio também poderiam ser conectados com carteiras digitais instaladas em um iPhone.

c) Redução da concorrência entre cartões de pagamento

A ACCC também considerou que a aprovação do pleito dos requerentes poderia trazer uma redução da competição entre cartões de pagamento no ponto de venda. Isso se daria, pois, a autoridade antitruste acredita que carteiras digitais *multi-issuer* poderiam fomentar essa competição. Todavia, o acesso ao NFC daria importantes incentivos aos bancos emissores para que estes dessem preferência ao desenvolvimento de seus próprios aplicativos de pagamento móvel em detrimento do uso de carteiras *multi-issuer*.

Dentre os argumentos trazidos pelas partes nesta análise, destaca-se um, levantado pela Apple, de que os principais requerentes, apesar de terem acesso a todos os aspectos pretendidos neste pleito em aplicativos como Android Pay e Samsung Pay¹⁴⁰, não ofereciam acesso de seus serviços por meio desses aplicativos para a totalidade de seus clientes. Dessa forma, a Apple enxergava que a única motivação plausível para essa conduta dos requerentes seria o desejo destes de fomentar uma situação na qual apenas as carteiras digitais exclusivas de cada um dos bancos estivessem disponíveis ao público, em detrimento das carteiras *multi-issuer*.

No sentido de fomentar a competição por meio das carteiras *multi-issuer*, a ACCC enxergava que quanto maior fosse a facilidade para o cliente alterar o cartão de pagamento que seria utilizado dentro das carteiras digitais e aplicativos de pagamento móvel, maior seria a pressão competitiva no ponto de venda. Essa competição poderia, ainda, ser facilitada com a permissão do oferecimento de promoções, tais como descontos, por parte dos emissores de cartões de pagamento para pontos de venda específicos.

¹⁴⁰ Aplicativos de pagamento móvel que possuem solução integrada, oferecendo serviços de carteiras digitais *multi-issuer* no mesmo aplicativo. Posteriormente, o Android Pay se tornou o Google Pay.

A ACCC sustentou que o acesso direto dos bancos ao NFC dos dispositivos Apple criaria um viés artificial que incentivaria a predominância de carteiras digitais exclusivas sobre as carteiras *multi-issuer*, fato este que eliminaria os benefícios supracitados.

Em adição a isso, vale ter-se em conta que o grupo de requerentes, à época da consulta, já contava com 65% do mercado de cartões de crédito na Austrália¹⁴¹ (ACCC, 2017, p. 29).

Assim sendo, a ACCC considerou que a redução da concorrência entre cartões de pagamento configurava algum impacto negativo para a sociedade australiana.

d) Impactos para emissores fora do grupo de requerentes

A análise da ACCC não encontrou nenhum impacto negativo no que tange os emissores de cartões de pagamento que não faziam parte do grupo de requerentes.

Para as firmas que ainda não possuíam contrato para utilização do Apple Pay, não existia nenhuma barreira para que elas se juntassem ao grupo de requerentes. Já para aquelas empresas que possuíam contrato para uso do Apple Pay¹⁴², juntar-se ao grupo de requerentes não apresentaria nenhum benefício potencial. Todavia, para este grupo de companhias, uma negociação conjunta dos requerentes poderia colocá-las em posição de desvantagem pelo período de vigência desses contratos, porém, essas empresas também se beneficiariam das conquistas dos requerentes junto à Apple em negociações futuras. Além disso, a ACCC considerou que essa posição de desvantagem temporária seria compensada pelos benefícios que essas empresas gozavam como pioneiras na disponibilização de serviços da Apple Pay na Austrália.

¹⁴¹ As parcelas de Market share de cada um dos requerentes eram as seguintes: CBA (27,4%), Westpac (23,4%), NAB (14%) e Bendigo and Adelaide Bank (0,7%). Vale menção, as parcelas de mercado significativas de ANZ (19,5%) e Citigroup (9,8%) (ACCC, 2017, p. 29-30).

¹⁴² Importante ter-se em mente, que não havia nenhuma restrição, por parte da Apple, para a negociação individual de acordos com os bancos requerentes para a utilização do Apple Pay.

e) Potencial de colusão entre emissores de cartões

A ACCC entendeu que seria necessário avaliar se a ocorrência de colusão entre emissores de cartões de pagamentos poderia diminuir o grau de concorrência nos mercados de emissão de cartões, carteiras digitais e serviços de pagamento móvel, o que causaria aumento de preços e diminuição da eficiência, consistindo em importante impacto negativo para a sociedade.

Todavia, o pleito dos requerentes possuía escopo bem delimitado: coordenação para negociação do acesso ao controlador do NFC dos iPhones e para disponibilização de carteiras digitais na App Store. Qualquer outro tipo de coordenação entre os requerentes não encontra respaldo na autorização pretendida.

Além disso, os requerentes afirmaram que existiam protocolos de informação e definição de restrições (*ring-fencing*) para as negociações. Essas precauções visavam evitar a troca de informações que poderiam levar as empresas a adotar condutas anticompetitivas.

Tendo isso em vista, a ACCC considerou não haver evidências suficientes de que a concessão da autorização pretendida aumenta o risco de coordenação, para além do escopo designado no pleito, entre os requerentes. Ou seja, a autoridade antitruste não enxergou nenhum impacto negativo neste ponto específico da análise.

f) Atraso no acesso ao Apple Pay

Caso a ACCC aceitasse autorizar a coordenação pleiteada pelos requerentes, estes poderiam demorar até 18 meses para garantir o acesso de seus clientes a serviços de pagamento móvel por meio do Apple Pay.

Tendo em vista que o mercado australiano de serviços de pagamento móvel estava em plena expansão, isso poderia significar que um importante grupo de consumidores não

teria acesso aos serviços do Apple Pay durante um importante período de desenvolvimento desse mercado. Apesar de haver a possibilidade desses consumidores mudarem de dispositivo móvel ou mesmo de emissor de seus cartões de pagamentos, a ACCC identificou a existência de importantes custos de troca envolvidos no processo. Além disso, na troca de cartões, o consumidor poderia ser prejudicado, ao deixar de lado benefícios financeiros e não-financeiros em troca da possibilidade de realizar pagamentos do tipo *contactless* em seu dispositivo Apple.

Assim sendo, a autoridade antitruste enxergou um pequeno impacto negativo neste quesito.

3.1.2.3 Ponderação de Benefícios e Impactos Negativos Prováveis

A ACCC baseou sua decisão final sobre o caso na análise de efeitos líquidos esperados para o caso de aprovação do pleito requerido na ação. Tendo em vista as análises apresentadas¹⁴³, a autoridade não se mostrou convencida de que os benefícios prováveis superariam os impactos negativos esperados para o caso de autorização de conduta de coordenação entre os bancos emissores de cartões de pagamentos para fins de negociação com a Apple para acesso ao controle do NFC dos dispositivos iPhone e para a disponibilização de suas carteiras digitais na App Store. Outrossim, a autoridade decidiu por negar o pedido de autorização.

3.1.3 Análise do caso a partir das questões e dos desafios levantados

A partir da apresentação do caso e dos principais argumentos levantados pela autoridade, realizada acima, é possível analisar como foram abordados os temas e desafios levantados ao longo deste trabalho na avaliação do caso em questão.

¹⁴³ Como é possível perceber, trata-se de análises majoritariamente qualitativas

Mesmo sem mencionar o termo no texto, fica claro que a ACCC considera que os mercados relevantes definidos para a análise do caso possuem elementos de **concorrência schumpeteriana**. Isso fica evidente na primeira página do documento produzido pela autoridade antitruste: “*This is a complex matter involving emerging and dynamic markets...*” (ACCC, 2017, p. i). Outros trechos do texto também corroboram essa visão da ACCC: “*Despite Apple and Google currently holding strong global positions in the market for mobile operating systems, it is a highly dynamic market marked by the frequent emergence of new players and rapid shifts in market share.*” (ACCC, 2017, p. 25); “*The increasing variety of NFC-enabled devices or accessories that may be operated via smartphone apps on either Android or the iOS operating system is further evidence of the dynamic competition and high levels of innovation in the emerging mobile payments market.*” (ACCC, 2017, p. 71).

Como vimos, para mercados com essa característica, a literatura antitruste recomenda que a ênfase da avaliação esteja na competição potencial e nas capacidades das empresas (Sidak e Teece, 2009) em vez da análise tradicional baseada em indicadores estruturais. E foi justamente isso que a ACCC fez. É possível verificar que a avaliação de possibilidades de desenvolvimento do mercado (competição potencial) e as especificidades das empresas (capacidades) estiveram no cerne das análises realizadas. Como exemplo, pode ser citada a preocupação da ACCC em analisar os impactos da conduta pretendida em investimentos e inovação em outras aplicações de tecnologia NFC, as possíveis distorções na concorrência dos mercados de sistemas operacionais móveis e dispositivos móveis e na alteração da estrutura de incentivos no mercado de cartões de pagamento.

Apesar de não ser um bom parâmetro, como indicado, e como era esperado, foram apresentados alguns dados de concentração de mercado. Por exemplo, para o mercado de sistemas operacionais, dados mostraram que o sistema Android saltou de um *market share*

mundial de cerca de 40% em 2012 para 88% em 2016. Essa informação corrobora a visão da ACCC de que esse mercado é dinâmico, e no qual existem rápidas alterações nos índices de *market share*¹⁴⁴ (ACCC, 2017, p. 25).

Ainda no que tange a concorrência como propulsora de buscas por inovação, é possível verificar esse tipo de empenho por parte da ACCC, principalmente nas análises sobre distorção da competição nos mercados de sistemas operacionais móveis e de dispositivos de pagamento móvel. Nesses casos, a autoridade entendeu que a autorização do pleito poderia criar vieses artificiais na competição por inovação, o que, de alguma forma poderia impactar negativamente a eficiência seletiva nas direções mais apropriadas para o desenvolvimento desses mercados e atendimento das necessidades apresentadas pelos consumidores.

Ao longo da análise também é possível identificar algumas características de **plataformas multilaterais**. A ACCC chama atenção para a dinâmica da competição em plataformas no mercado de sistemas operacionais móveis. De acordo com a autoridade, os sistemas operacionais buscam atrair usuários, desenvolvedores e, no caso do Android, fabricantes de dispositivos (OECD, 2013, p. 17 apud ACCC, 2017, p.25) a fim de gerar valor para todos os grupos de usuários do sistema (plataforma). No caso específico do mercado de sistemas operacionais móveis, é trivial presumir que a prática de *multihoming* é bastante restrita¹⁴⁵, agravando os impactos advindos da estrutura de plataforma.

¹⁴⁴ Todavia, importante lembrar que para o mercado australiano, são apresentados dados (ACCC, 2017, p. 26) que mostram a liderança da Apple no mercado de sistemas operacionais móveis, com *market share* variando entre 35,3% e 41%, a depender da fonte utilizada. É baseada nessa liderança de mercado que os requerentes justificam o poder de barganha da Apple.

¹⁴⁵ Ao menos atualmente, ainda não é possível utilizar mais de um sistema operacional ao mesmo tempo em um dado *smartphone*.

Um exemplo recente que denota a característica de plataforma na competição entre sistemas operacionais móveis é a trajetória dos chamados Windows Phones¹⁴⁶. No relatório da ACCC, é possível verificar que, no mercado australiano, os Windows Phones nunca possuíram *market share* de mais de 10% (ACCC, 2017, p.26). Em 2017, a Microsoft divulgou o fim do desenvolvimento de dispositivos e funcionalidades baseadas no sistema operacional¹⁴⁷. Em 2019, o suporte ao sistema foi descontinuado¹⁴⁸. Dentre as razões alegadas para a desistência da empresa nesse mercado estão a falta de interesse por parte dos desenvolvedores de aplicativos e a baixa adesão dos usuários¹⁴⁹.

Esse relato exemplifica a existência de **efeitos de rede** no mercado relevante de sistemas operacionais móveis. É trivial perceber que alterações nos mercados de carteiras digitais e soluções de pagamentos móveis podem alterar a percepção de valor dos clientes sobre os sistemas operacionais móveis e, por conseguinte, sobre os dispositivos móveis, principalmente os *smartphones*. Outro exemplo está nos efeitos avaliados pela ACCC na concorrência do mercado de cartões de pagamento por conta das possíveis alterações que o acesso dos requerentes ao controlador NFC dos iPhones teria no mercado de carteiras digitais. Logo, percebe-se que esses efeitos justificam as preocupações da autoridade acerca de distorções na competição em todos os mercados relevantes a partir do atendimento do pleito. Em outras palavras, a existência de *feedbacks positivos* entre os mercados¹⁵⁰ explica como alterações das condições competitivas no mercado de serviços de pagamento móvel afeta outros mercados relevantes do caso em questão. Essa característica justifica a adoção de uma análise ampla, cobrindo diversos mercados relevantes, por parte da ACCC. Isso denota uma preocupação da autoridade em garantir a

¹⁴⁶ *Smartphones* com sistema operacional Windows da empresa Microsoft.

¹⁴⁷ <https://www.theverge.com/2017/10/9/16446280/microsoft-finally-admits-windows-phone-is-dead>

¹⁴⁸ <https://support.microsoft.com/pt-br/help/4485197/windows-10-mobile-end-of-support-faq>

¹⁴⁹ Conforme discutido no capítulo 2, é possível interpretar esses dois grupos como lados da plataforma, que geram *feedbacks* positivos um no outro.

¹⁵⁰ Podem ser interpretados como lados de uma plataforma.

avaliação de todos os efeitos da conduta em questão no bem-estar de todos os grupos de interesse, como preconizam Evans e Schmalensee (2015).

É trivial perceber que as estratégias de verticalização e as características de concorrência por plataforma podem gerar ameaças de adoção de **condutas exclusionárias**. Isso pode ser exemplificado no caso quando os requerentes alegam que o oferecimento de serviços de pagamentos baseados em suas carteiras digitais e efetivados por intermédio do Apple Pay constituem “versão limitada e degradada do serviço” (ACCC, 2017. p. 60) que poderia ser oferecido através do acesso direto ao NFC dos dispositivos Apple. Apesar de ser complexa a comprovação de condutas exclusionárias desse tipo na prática, é inegável que a Apple possui incentivos para adotar condutas que induzam os clientes a utilizar seus serviços de carteira digital. A cobrança de taxas diferenciadas e a colocação de exigências técnicas e comerciais para a disponibilização de aplicativos na App Store também podem ser entendidas, ao menos em princípio, como condutas exclusionárias que implicam em barreiras à entrada. De toda forma, é importante reiterar que a análise dos efeitos desse tipo de conduta deve ser conduzida caso a caso, tal qual foi feito pela ACCC.

A adoção de **restrições verticais** também foi tema importante neste caso. O modelo de negócios da Apple pode ser considerado um bom exemplo de verticalização. Como foi possível verificar ao longo do caso, a Apple oferta serviços e produtos integrados em parte importante da cadeia de valor de serviços de pagamentos móveis. Além da solução de pagamentos móveis (Apple Pay), a Apple possui um serviço de carteira digital (Apple Wallet), o sistema operacional dos dispositivos (iOS) e os próprios dispositivos (iPhone e Apple Watch).

Conforme discutido no capítulo 2, essas estratégias de verticalização podem tanto gerar ganhos de eficiência e fomentar a inovação quanto gerar efeitos anticompetitivos. No

caso em questão, foi possível perceber a existências desses efeitos. A estratégia de verticalização da Apple incentiva a empresa a buscar inovações para manter seus produtos e serviços atrativos, além de fomentar a competição entre cartões de pagamentos para os usuários de seus dispositivos. Por outro lado, essa mesma estratégia cria dificuldades aos rivais nos mercados de serviços de pagamento móvel e carteiras digitais para acesso à tecnologia oferecida pela empresa. No caso da interpretação realizada pela ACCC, fica claro que a autoridade preferiu entender que o modelo de negócio fechado, a despeito dos problemas de *lock in* derivados, é uma estratégia competitiva válida e que, no caso específico da análise do acesso ao controlador NFC, gera um efeito líquido positivo para a concorrência.

Outro tema cujo destaque na análise da ACCC pode ser percebido é o **acesso a infraestrutura essencial**. Quando da discussão sobre os serviços de pagamento móvel, muito se ponderou sobre a essencialidade do acesso direto ao NFC de dispositivos móveis para o oferecimento desses serviços. Chegou-se à conclusão, no entanto, que apesar de fomentar a concorrência nesse mercado, o acesso direto ao NFC pelos bancos requerentes não seria a única forma de se ofertar serviços de pagamento móvel, ou seja, de acordo com a definição encontrada em Orbach e Avraham (2015), o NFC não seria um ativo essencial. Opções como a utilização de dispositivos NFC externos e de tecnologias como *QR Code* e *bluetooth* foram citadas no caso. Todavia, a autoridade conclui que não é provável, ao menos no curto prazo, que essas outras tecnologias sejam uma alternativa viável ao NFC no mercado australiano¹⁵¹. Nesse sentido, num universo de empresas capacitadas em oferecer uma tecnologia que acompanhe o direcionamento do pagamento *contactless* via

¹⁵¹“The ACCC also agrees with the Applicants that implementing alternative payment technologies such as QR-code scanners or Bluetooth communication would require significant additional investment.” (ACCC, 2017, p. 57)

smartphones, somente a Apple e o Google (por meio do Android), seriam os dois *players*¹⁵² capazes de ofertar o acesso aos sistemas operacionais essenciais.

Por fim, vale dizer que durante a análise do caso, a ACCC buscou visões e evidências, tanto por conta própria como através das partes envolvidas, a fim de embasar sua decisão. Todavia, a falta de critérios mensuráveis e até mesmo uma relativa negligência com a definição de termos utilizados na análise para fins de julgamento pode trazer algum grau de insegurança e fragilidade jurídica para as decisões. Por exemplo, o uso de termos como “benefício significativo” e “pequeno impacto negativo”, sem a devida definição dos critérios que os qualificam no caso específico, poderiam trazer contestações à decisão tomada. Tendo isso em vista, este caso mostra, na prática, que ainda existe um longo caminho na teoria antitruste no que tange o desenvolvimento de ferramental analítico para a avaliação de casos envolvendo mercados de plataformas e/ou mercados com presença de elementos de concorrência schumpeteriana.

3.2 Itaú-Unibanco/XP (2018)

Nesta seção, é discutido o caso “Itaú-Unibanco/XP”. Com estrutura similar à apresentada no caso “Apple Pay Austrália”, na primeira subseção é possível ter uma visão geral do caso. Na segunda seção são apresentados os principais aspectos da análise realizada pela autoridade antitruste, assim como do ACC complementar proposto pelo Banco Central do Brasil. Finalmente, a última seção traz os comentários sobre o caso e discussões sobre as questões concorrenciais tratadas ao longo deste trabalho.

¹⁵² Recentemente, a chinesa Huawei, que já é dona de pouco menos de 20% do *market share* mundial de smartphones (<https://www.idc.com/promo/smartphone-market-share/vendor>) anunciou seu sistema operacional próprio, o Harmony (<https://link.estadao.com.br/noticias/empresas,huawei-anuncia-seu-sistema-operacional-proprio-o-harmony,70002961304>) . Esse fato pode alterar substantivamente o mercado no médio prazo.

3.2.1 Apresentação do Caso

Este caso trata de ato de concentração notificado ao Cade¹⁵³ e, em linhas gerais, trata-se de uma operação de compra e venda de ações, estruturada em etapas, na qual há entrada do Itaú Unibanco no capital social da XP Investimentos. A operação foi faseada, sendo relevante notar que as etapas previstas na operação foram as seguintes: Primeira etapa (2017): (i) Aquisição, por parte do Itaú Unibanco, de 49,9% do capital social total e 30,1% do capital social votante da XP; (ii) Segunda etapa (2020): Aquisição adicional, por parte do Itaú Unibanco, totalizando 62,4% do capital social total e 40,0% do capital social votante da XP; (iii) Terceira etapa (2022): Aquisição adicional, por parte do Itaú Unibanco, totalizando 74,9% do capital social total e 49,9% do capital social votante da XP. Após essas etapas iniciais da operação, o acordo entre as partes previa a possibilidade de exercício de opções de compra e venda. Em 2024, os atuais controladores da XP poderiam lançar mão de sua opção de venda (*put*) para o Itaú Unibanco de todo o seu capital social na XP. Já em 2033, o Itaú Unibanco poderia fazer uso de sua opção de compra (*call*) para adquirir a totalidade do capital social sob posse dos atuais controladores da XP. O acordo ainda previa a indicação, por parte do Itaú, de dois membros do Conselho de Administração da XP e do Diretor Financeiro da Companhia (*CFO*¹⁵⁴). Além disso, estava prevista ao Itaú Unibanco uma série de possibilidades de veto em decisões operacionais do XP, dentre os quais se incluía a definição da remuneração de executivos¹⁵⁵.

¹⁵³ AC 08700.004431/2017-16.

¹⁵⁴ CFO: Chief Financial Officer

¹⁵⁵ As fontes utilizadas para esta seção são os documentos disponibilizados pela autoridade antitruste e pelo Banco Central do Brasil sobre o caso, com destaque para os pareceres da Superintendência Geral (SG), os votos dos conselheiros do órgão e os ACCs propostos tanto no âmbito do Cade quanto do Banco Central.

Antes de explorar os detalhes da análise da operação, é importante entender a atuação das empresas envolvidas no ato de concentração para, em seguida, enquadrá-las de acordo com a visão adotada ao longo do capítulo 1.

Tendo em vista as operações da XP, tanto a Superintendência Geral (SG) quanto o relator do caso identificam oito mercados relevantes¹⁵⁶, todos com alcance geográfico nacional, considerando a atuação da empresa nos mercados de corretagem de valores; gestão de recursos de terceiros (*asset management*); administração de recursos de terceiros; planos de previdência privada; distribuição de produtos de investimento para o varejo; seguros de vida; seguros habitacionais e corretagem de seguros. A XP era, à época, a principal plataforma aberta de investimentos do país, cujo modelo de negócios está baseado no oferecimento de infraestrutura para a conexão entre ofertantes de ampla gama de produtos financeiros, principalmente produtos de investimento, e potenciais investidores, além de serviços de assessoria para estes.

O Itaú-Unibanco, por sua vez, era, à época, o maior banco privado do Brasil, com atuação em diversos mercados do setor financeiro, dentre os quais: gestão de recursos de terceiros, seguros, corretagem de produtos de investimento e oferta de produtos de investimentos.

Isto posto, é possível elencar as relações entre as empresas nesses mercados. Em primeiro lugar, Itaú-Unibanco e XP podiam ser consideradas concorrentes entre si nos mercados de corretagem de valores, gestão de recursos de terceiros, administração de recursos de terceiros, distribuição de produtos de investimento para varejo e corretagem de seguros. Por outro lado, o Itaú Unibanco era fornecedor da XP no mercado de distribuição de produtos de investimento para o varejo, oferecendo produtos e serviços de gestão de

¹⁵⁶ A análise de mercado relevante, no debate que for mais necessário ao nosso enfoque, será exposta na subseção a seguir.

recursos de terceiros, emissão de títulos bancários e previdência privada. No mercado de gestão de recursos de terceiros, ao mesmo tempo que o Itaú Unibanco era fornecedor da XP, a XP também era fornecedora desses serviços para o Itaú Unibanco. Finalmente, no mercado de corretagem de seguros, o Itaú Unibanco era fornecedor de seguros de vida e habitacionais para a XP. Essas relações são importantes na determinação de sobreposições horizontais e integrações verticais oriundas do AC, que são exploradas mais à frente.

A partir da informação exposta acima, é possível enquadrar cada uma dessas atividades nas categorias de atuação das firmas *fintech* conforme descrito no capítulo 1. Primeiro, no que tange ao enquadramento das empresas como “empresas fintech” ou que viabilizam modelos de negócios por meio de *fintech*. No caso da XP, pode-se chamá-la de empresa *fintech*, uma vez que sua plataforma digital de investimentos, que funciona como um *marketplace*, no qual diversos ofertantes de produtos de investimento oferecem seus produtos para os investidores é a base de seu negócio.

Além disso, a XP atuava de forma independente, uma vez que possuía um modelo de negócios baseado em tecnologia (plataforma de negociação de títulos) e foi criada e desenvolvida de maneira autônoma, ou seja, sem o controle ou ingerência de incumbentes dos mercados nos quais atua. Essa empresa, entretanto, apesar de base tecnológica e atuar de forma a explorar um modelo de negócio distinto do tradicional não pode ser considerada como uma empresa pequena ou jovem (*startup*), tendo em vista sua atuação desde o início da década de 2000.

Já o Itaú Unibanco caracteriza-se como um incumbente do setor financeiro, sendo um tradicional banco brasileiro. Importante notar que, nos últimos anos, essa companhia vem incorporando importantes tecnologias em seu modelo de negócio, como por exemplo, a possibilidade de abertura de conta digital.

Segundo, no que tange ao enquadramento na classificação das atividades desenvolvidas em que havia o emprego de *fintech*, pode-se dizer que no caso da XP, as atividades nos mercados relevantes de “seguros de vida”, “seguros habitacionais” e “corretagem de seguros” podem ser enquadradas na categoria de seguros, apresentada no capítulo 1. Assim, na atuação da XP na cadeia de valor do setor de seguros, identifica-se maior relevância nas etapas de “marketing e vendas”, “distribuição” e “serviço ao cliente”. Finalmente, as atividades desenvolvidas nos mercados de “corretagem de valores”, “gestão de recursos de terceiros”, “administração de recursos de terceiros”, “planos de previdência privada” e “distribuição de produtos de investimento para o varejo” podem ser enquadradas na categoria de investimentos e gestão de ativos.

3.2.2 Análise das Autoridades

O ato de concentração foi analisado pela sua Superintendência Geral e a decisão final tomada de forma colegiada pelo Tribunal Administrativo de Defesa Econômica (“Tribunal”), ao qual o caso é apresentado pelo Conselheiro-Relator. O Tribunal é formado por seis conselheiros, além do Presidente do órgão. A decisão do Cade foi favorável à aprovação do ato de concentração, condicionada à assinatura de um ACC. Este ato de concentração passou pelo crivo do Banco Central do Brasil (BCB). O BCB também condicionou seu aval à assinatura de um ACC complementar, cujo teor é apresentado e analisado no decorrer desta subseção.

3.2.2.1 Análise do Cade: Principais Argumentos e Discussões

O objetivo dessa seção é apresentar a análise realizada pelo Cade com base nos principais temas de interesse ao nosso objeto. Visando uma apresentação organizada da análise empreendida, esta subseção é dividida por temas discutidos no âmbito do Tribunal, a partir da estrutura definida pelo voto do Conselheiro Relator Paulo Burnier da Silveira (Burnier, 2018) e complementando-a com as discussões apresentadas pelos votos dos

Conselheiros Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt (Schmidt, 2018), João Paulo de Resende (Resende, 2018), Paula Farani de Azevedo Silveira (Silveira, 2018), Polyanna Ferreira Silva Vilanova (Vilanova, 2018), Maurício Oscar Bandeira Maia (Maia, 2018) e do Presidente do Cade, Alexandre Barreto de Souza (Souza, 2018), sempre com base nos documentos públicos disponibilizados no site da autarquia¹⁵⁷. Sendo assim, exploraremos os seguintes temas: delimitação de mercado relevante, possibilidade de exercício de poder de mercado, particularidades do mercado e atuação das empresas, análise de probabilidade de exercício de poder de mercado e avaliação e mitigação de riscos concorrenciais.

a) Delimitação de mercado relevante

Para a delimitação dos mercados relevantes, o parecer da Superintendência Geral do Cade (SG, 2018) utilizou o histórico de análises do órgão. Foram utilizadas como base as análises realizadas nos casos Bradesco/HSBC e Itaú Unibanco/Citibank (SG, 2018, p. 3). O relator do caso, acatou o parecer da SG neste ponto. Conforme já exposto, os mercados relevantes na dimensão produto considerados foram: corretagem de valores; gestão de recursos de terceiros (*asset management*); administração de recursos de terceiros; planos de previdência privada; distribuição de produtos de investimento para o varejo; seguros de vida; seguros habitacionais e corretagem de seguros. A dimensão geográfica foi nacional para todos os mercados relevantes delimitados.

b) Possibilidade de exercício de poder de mercado

Tendo em vista os mercados relevantes considerados, o relator do caso identificou sobreposições horizontais em cinco desses mercados e integrações verticais em outros três. As sobreposições horizontais são identificadas nos mercados i) corretagem de valores,

¹⁵⁷ Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Documentação sobre Ato de Concentração Ordinário Nº 08700.004431/2017-16. 2018. Disponível em: <<http://www.cade.gov.br/assuntos/processos-1>>

ii) gestão de recursos de terceiros, iii) administração de recursos de terceiros, iv) distribuição de produtos de investimento para o varejo, v) corretagem de seguros.

Já as integrações verticais são identificadas nos seguintes mercados:

- Distribuição de produtos de investimento para o varejo pela XP: o Itaú Unibanco é fornecedor da XP nesse mercado, oferecendo produtos e serviços de gestão de recursos de terceiros, emissão de títulos bancários e previdência privada;
- Gestão de recursos de terceiros, tanto pelo Itaú Unibanco quanto pela XP: assim como o Itaú Unibanco é fornecedor de serviços de administração de recursos de terceiros para a XP, a XP também é fornecedora desses serviços para o Itaú Unibanco;
- Corretagem de seguros pela XP: o Itaú Unibanco é fornecedor de seguros de vida e habitacionais para a XP.

Foi apresentada pelo Conselheiro-relator uma análise dos índices de concentração para esses mercados relevantes. Tendo em vista essa análise da possibilidade de exercício de poder de mercado, o relator não encontrou nenhum risco concorrencial nos mercados nos quais se observa sobreposição horizontal, baseado nos parâmetros tradicionais para parcelas de mercado e índices de concentração definidos pelo Guia H. Já nos mercados com integração vertical, o Conselheiro-relator encontra problemas no mercado de distribuição de produtos de investimento dada a posição dominante da XP nesse mercado. Contudo opta por seguir a análise de probabilidade de exercício do poder de mercado em relação aos mercados de corretagem de valores e de distribuição de produto de investimento em decorrência de particularidades de atuação da XP e dos mercados

envolvidos na operação, uma vez que foi considerado que, pelas características do mercado e da XP, a análise tradicional não seria suficiente¹⁵⁸, conforme será visto a seguir.

Foram identificadas ameaças de fechamento de mercado e discriminação de concorrentes do Itaú por parte da XP nos mercados de distribuição de produtos de investimento (Burnier, 2018).

c) Particularidades do mercado e atuação das empresas: Firmas maverick e plataformas multilaterais

A análise do Cade apresentou-se preocupada em tratar das especificidades do mercado e, em especial, do perfil competitivo e modelo de negócio adotado pela XP. Nesse sentido, a XP foi considerada uma firma *maverick* nos mercados de corretagem de valores e de distribuição de produtos de investimento¹⁵⁹. Isso por conta de seu modelo de negócio disruptivo e de suas altas taxas de crescimento nos últimos anos.

Além disso, foi identificado que a XP possui um modelo de negócios baseado em plataformas¹⁶⁰, ou seja, trata-se de um mercado de dois lados, o que o Relator admite trazer complexidade para a análise antitruste, principalmente decorrente dos efeitos de rede diretos e indiretos, em especial para a tendência à concentração e criação de barreiras à entrada. Esses últimos efeitos foram comentados como atenuados diante da presença de plataformas *multi-homing*.

No caso específico da XP (e outras plataformas de investimento), um dos lados da plataforma é composto pelos ofertantes, ou seja, bancos e outros gestores de fundos

¹⁵⁸ “Entretanto, a presente Operação apresenta particularidades que afastam as presunções baseadas nos índices de concentração econômica.” (Burnier, 2018, p.15)

¹⁵⁹ “Em suma, entende-se, de modo convergente, mas não idêntico à SG, que a XP exerce função de *maverick* nos mercados de corretagem e de distribuição de produtos de investimento, motivo pelo qual se afasta a conclusão preliminar de ausência de nexo de causalidade entre a Operação e eventual aumento da possibilidade de exercício de poder de mercado nesses segmentos.” (Burnier, 2018 p.17)

¹⁶⁰ “A digressão se justifica porque o modelo inovador de plataforma aberta de distribuição de produtos de investimento, capitaneado pela XP, constitui um mercado de dois lados, cujas peculiaridades econômicas devem ser levadas em consideração na análise antitruste.” (Burnier, 2018, p.37)

enquanto o outro lado é constituído pelos investidores, ou seja, demandantes de produtos de investimentos, tal qual exposto pelo relator em seu voto.

d) Análise de Probabilidade de Exercício de Poder de Mercado

Na análise do relator, foram enumeradas algumas importantes fontes de barreiras à entrada nos mercados de corretagem e distribuição de produtos de investimento. Entre elas tem-se os elevados ganhos de escala presentes nesse mercado, as exigências regulatórias impostas pela Comissão de Valores Imobiliários (CVM) e pelo Banco Central, os efeitos de rede indiretos, a impossibilidade de *multi-homing* por parte dos ofertantes de produtos e a existência prévia de uma importante rede de Agentes Autônomos de Investimento (AAIs), além da exigência de exclusividade deles.

Schmidt (2018) argumenta que esse tipo de associação entre plataforma aberta e grande banco aumenta as barreiras à entrada no mercado de plataformas. Pode ser entendida, no caso específico, como a tentativa de se consolidar a dominância precoce da *maverick*. Resende (2018) e Schmidt (2018) fazem menção ainda ao risco de “bancarização”¹⁶¹ do mercado de plataformas, o que poderia levar até mesmo à sua extinção. Argumenta-se que a aprovação da operação pode emitir um sinal ao mercado de que a autoridade antitruste deve aceitar a compra de qualquer plataforma aberta por grandes bancos, dado a elevada participação da XP. Ou seja, uma vez que a jurisprudência seria estabelecida, nenhuma outra operação do tipo poderia ser barrada pelo Cade.

Outra importante afirmação realizada pela conselheira Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt é a presença da característica *winner-take-all*¹⁶² dos mercados de plataformas de investimento, advinda dos efeitos de rede e dos ganhos de escala presentes nesses mercados. Também é discutido por essa conselheira, um risco relacionado aos incentivos

¹⁶¹ Também pode ser entendido como um retrocesso no processo de desbancarização dos investimentos financeiros no Brasil.

¹⁶² Vencedor leva tudo

à inovação. Por conta dos efeitos de rede e a importância do controle de dados em mercados de plataformas abertas, a tendência é de que haja o predomínio de apenas um competidor (Khan, 2017 apud Schmidt, 2018). Isso levaria a uma situação de monopólio com baixa possibilidade de contestação e, dentro do qual, haveria uma redução significativa dos incentivos a inovar por parte do incumbente. Esse risco encontra-se relacionado à dominância precoce da *maverick*, citada anteriormente.

No que tange ao grau de rivalidade do setor financeiro brasileiro, foi trazido à tona o fato de que esse mercado é altamente concentrado ($CR_5 = 86\%$ no mercado de depósitos), possui baixa qualidade nos serviços prestados, dificuldade para portabilidade e, no mercado de crédito, verifica-se elevado *spread*¹⁶³. O relator também afirmou que *fintechs*, entre elas a XP, contestam o modelo de negócios tradicional do setor de maneira disruptiva, sendo função da autoridade antitruste estar atenta a tentativas de aquisição dessas por parte de incumbentes.

e) Resumo dos principais riscos concorrenciais identificados

Tendo isso em vista, o voto do relator trouxe como principais problemas concorrenciais decorrentes da operação a questão da exclusividade de ofertantes de produtos, a exclusividade exigida da rede de AAls que serve à XP, a geração de incentivos à discriminação de bancos emissores por parte da XP e de plataformas por parte do Itaú e a possibilidade da XP dificultar o *multi-homing*. O surgimento dessas questões teria o potencial de arrefecer a pressão competitiva atualmente exercida pela XP e, em um extremo, poderia levar até mesmo ao fechamento completo do mercado aos concorrentes. O relator chamou a atenção de que é o mercado de distribuição de produtos de investimentos aquele no qual as preocupações concorrenciais são mais acentuadas.

¹⁶³ Diferença entre as taxas pelas quais os bancos captam recursos e àquelas pelas quais emprestam esse capital

Apesar desse risco ter sido identificado no relatório da Superintendência Geral, o risco de fechamento de mercado foi descartado no mesmo documento.

Todavia, de acordo com Resende (2018), é importante ter-se em conta que, uma vez que o Itaú possuiria importante participação acionária na XP, ele passaria a ter importantes incentivos para privilegiar a XP como canal de distribuição, não apenas para seus produtos de investimento como também para seus produtos de seguros, previdência, entre outros. Para corroborar esse ponto, se faz menção do caso da aquisição do controle da corretora Ágora pelo Bradesco, em 2008. O que se percebia no cenário do momento da análise (2018) é que a Ágora praticamente só oferecia produtos do Bradesco e vice-versa.

Outro risco levantado pela Superintendência Geral e não endereçado nos votos a favor da aprovação, foi o reforço de barreiras à entrada nos mercados do Itaú. O relatório da SG observou que bancos menores dependem de maneira substancial da XP para a distribuição de seus produtos, tais como fundos de investimentos, títulos, seguros, previdência, entre outros. Dessa forma, o aumento da dificuldade de acesso ao canal de distribuição que a XP representa atualmente pode afetar a capacidade desses bancos em rivalizar com os grandes concorrentes do mercado, entre eles o Itaú. A possibilidade de distribuição de produtos em plataforma aberta é uma das principais maneiras dos bancos menores “furarem o bloqueio” imposto pelo modelo de negócios chamado pelo conselheiro de *lock in*¹⁶⁴ adotado pelos grandes bancos brasileiros. Além disso, a distribuição de títulos por meio das plataformas é uma das maneiras dos pequenos bancos captarem recursos, o que permite que eles sejam capazes de rivalizar no mercado de crédito (Resende, 2018).

¹⁶⁴ “Há muita concentração e pouca concorrência, decorrente de um modelo de negócios de *lock in* em que os bancos captam o cliente via conta corrente e, devido aos altos custos de transação para mudar de banco, o cliente acaba realizando todas as suas operações financeiras no seu próprio banco...” (Resende, 2018, p.5)

f) Mitigação de riscos concorrenciais

Fatores mitigadores dos riscos concorrenciais também foram apresentados no voto do relator. A própria estrutura da operação foi considerada pelo conselheiro-relator como um fator mitigador. O primeiro ponto levantado trata do fato de que, como acionista minoritário no capital social votante, o Itaú teria reduzida capacidade de influência nas tomadas de decisão da XP. Além disso, a segunda etapa da operação, que prevê a possibilidade de exercício de opções de compra e venda pelas partes, sendo os preços a serem praticados relacionados aos resultados da XP ao longo dos próximos anos, foi enxergada como um incentivo aos controladores da XP para manterem o vigor concorrencial da empresa.

Todavia, alguns conselheiros discordam do argumento do relator de que a posição acionária no capital votante da XP deixaria o Itaú em situação de reduzida capacidade de influência na gestão¹⁶⁵.

Por um lado, conforme já comentado, em 2022 o Itaú Unibanco será dono de 74,9% do capital social total da XP, o que o incentivaria a desejar e buscar a maximização dos lucros da XP. Porém, a diminuição desses lucros poderia tornar menor o preço a ser pago pelo Itaú para a aquisição da totalidade do capital social, quando do exercício de sua opção de compra. Além disso, a busca pela maximização desses interesses conjuntos pode significar a adoção de condutas anticompetitivas no mercado de distribuição de produtos

¹⁶⁵ Conforme já descrito, a operação estava prevista para ocorrer em etapas e continha instrumentos de opções de compra (*call*) e venda (*put*). Neste ato de concentração, estavam sendo avaliados os efeitos competitivos da efetivação da operação até sua terceira etapa, em 2022, quando o Itaú Unibanco possuirá 74,9% do capital social total da XP e 49,9% de seu capital social votante. No acordo firmado entre as partes, estavam previstas mais de vinte possibilidades de veto do Itaú Unibanco a decisões do sócio controlador da XP, além da indicação de membros ao Conselho Administrativo, Conselho Fiscal e do CFO. Os conselheiros do Cade, que discordaram dessa posição do relator (Resende, 2018; Schmidt, 2018), argumentam que o poder conferido ao Itaú Unibanco através dessas indicações e possibilidades de vetos, possibilitariam a esse acionista exercer importante pressão nos ambientes decisórios da XP, seja pelo exercício direto de suas prerrogativas, seja pela “troca de poder” efetivada em negociações com o acionista controlador.

de investimento. O resumo da argumentação daqueles que discordam da relatoria (Resende, 2018; Schmidt, 2018) é que a estrutura de incentivos é complexa e é impossível afirmar de antemão se essa estrutura da operação mitiga ou intensifica riscos concorrenciais.

Em relação aos riscos concorrenciais de natureza vertical, segundo o entendimento do Conselheiro-relator, estes foram mitigados pela proposta de ACC¹⁶⁶, com vigência de cinco anos, apresentada por parte da XP e realizada ainda na fase de análise da Superintendência Geral. É possível destacar os principais pontos incorporados pelo ACC. Em primeiro lugar, o reforço de obrigações legais de não-discriminação pelas partes envolvidas. Ou seja, nesse acordo o Itaú se comprometeria a não discriminar plataformas para distribuir seus produtos, assim como a XP se comprometeria a não discriminar bancos emissores. Em segundo lugar, o ACC proibia a XP de exigir exclusividade tanto à sua rede de AAls quanto aos ofertantes de produtos de investimentos. Também proibia a XP de exigir tempo de permanência mínimo aos AAls. Essas medidas buscaram diminuir as barreiras à entrada. Em terceiro lugar, visando tornar mais provável o *multi-homing*, o ACC prevê obrigações, por parte da XP, para facilitação da portabilidade do investidor. Em quarto lugar, com relação aos compromissos do Itaú Unibanco, firmou-se a vedação ao direcionamento de seus clientes para a XP e sua abstenção em decisões sobre temas relativos à contratação de ofertantes de produtos de investimentos. Decisões essas que deveriam ser tomadas, com exclusividade, pelo grupo de acionistas controladores da XP, segundo definido pelo ACC. Finalmente, em quinto lugar, para fiscalização do acordo, se previa a

¹⁶⁶ “Com a estruturação da Operação e as obrigações assumidas pelas Requerentes no âmbito do ACC, entendo que **os riscos concorrenciais decorrentes da Operação estão suficientemente mitigados.**” (Burnier, 2018, p.28)

designação de um *trustee* de monitoramento¹⁶⁷ e a disponibilização de um canal de denúncias gerido de forma independente e por terceiros.

Enquanto o relator mostrou-se satisfeito com o teor do ACC, houve discordância por parte de membros do Tribunal. Em linhas gerais, as críticas ao ACC residiram no fato de que suas obrigações eram meramente comportamentais, sua vigência era de curto prazo e possuía fiscalização difícil.

Acerca dos compromissos de não-discriminação, os principais argumentos, utilizados por Resende (2018) e Schmidt (2018), para sustentar sua fragilidade residiram no fato de que sem o conhecimento completo das estruturas de custos das operações das empresas, torna-se praticamente impossível julgar com certeza a validade ou não de justificativas para discriminações. Isso porque existem diversas razões que podem ser aceitas como justificativas plausíveis para possíveis discriminações. Ou seja, advoga-se que esse tipo de remédio é inócuo.

Argumentação semelhante é utilizada ao se tratar os acordos de não exclusividade previstos no ACC, uma vez que também é muito difícil de se avaliar todas as dimensões da operação de compra e garantir um julgamento correto sobre se houve ou não algum tipo de privilégio decorrente de decisões de fornecedores em manterem seus produtos exclusivamente na XP.

Ponto importante presente no ACC e não destacado pelo relator é a exigência de manutenção de tarifa zero para determinados serviços (custódia de renda fixa, bolsa e COE¹⁶⁸, Tesouro Direto e TED¹⁶⁹ para retiradas) da XP durante a vigência do acordo, ou

¹⁶⁷ *Trustee* de monitoramento: Instituição ou pessoa física designada para o monitoramento periódico, baseado em dados, da aderência entre as práticas correntes das partes envolvidas no ato de concentração e os compromissos firmados em um determinado acordo (no caso, o ACC).

¹⁶⁸ Certificado de Operações Estruturadas

¹⁶⁹ Transferência Eletrônica Disponível

seja, cinco anos. Argumenta-se que esse tipo de exigência pode gerar um efeito de preço predatório no mercado, correndo-se o risco de reforçar barreiras à entrada e levar a uma situação de monopólio da XP (Schmidt, 2018).

Finalmente, os conselheiros João Paulo de Resende e Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt entenderam que o ACC não seria capaz de mitigar os seguintes riscos: o fortalecimento da imagem da XP por conta de sua associação com a marca Itaú, discriminação de concorrentes e fechamento de mercado por parte do Itaú e reforço de barreiras à entrada nos mercados de atuação do Itaú.

g) Decisão do Tribunal

Com esse conjunto de informações, o Conselheiro-Relator declarou-se convencido de que a estrutura da operação e a celebração do ACC mitigariam de maneira satisfatória os riscos concorrenciais oriundos do ato de concentração analisado. Outrossim, votou de forma alinhada às recomendações do parecer da Superintendência Geral, aprovando o ato de concentração com a condição de que o ACC proposto fosse celebrado entre as partes. O ato de concentração foi aprovado, sendo o voto relator seguido por outros três conselheiros (Paula Farani de Azevedo Silveira, Polyanna Ferreira Silva Vilanova e Maurício Oscar Bandeira Maia) pelo Presidente do Cade (Alexandre Barreto de Souza), tendo ainda dois votos contrários à aprovação (João Paulo de Resende e Cristiane Alkmin Junqueira Schmidt).

3.2.2.2 ACC Complementar Proposto pelo Banco Central do Brasil: Principais

Pontos

De acordo com a Lei nº 4.595/1964¹⁷⁰, atos de concentração envolvendo entes regulados pelo Banco Central do Brasil também devem ter o aval deste órgão. No caso em

¹⁷⁰ Por conta das sobreposições entre a Lei nº 4.595/1964 e a Lei nº 12.529/2011 (esta, que ampara a autoridade do Cade), existe a necessidade de harmonização da atuação de Cade e Banco Central nos casos

questão, a análise do Banco Central do Brasil gerou a celebração de um ACC complementar àquele previamente acordado no âmbito do Cade. Esse acordo estabeleceu obrigações tanto da parte do Itaú quanto da XP e possui cláusulas com vigência prevista de oito a quinze anos contra os cinco anos do ACC do Cade.

As obrigações do Itaú incluíam não adquirir plataforma aberta de investimentos e nem participação acionária em administradores desse tipo de negócio, com exceção das aquisições das porcentagens do capital social da XP previstas nas três etapas iniciais previstas pela operação. A aquisição do controle do capital social votante da XP pelo Itaú Unibanco está expressamente vedada nesse acordo.

Somando-se a isso, o acordo prevê cláusulas que visam limitar a ingerência do Itaú na administração da XP. Entre elas estão a impossibilidade de indicação de administradores, a proibição de acesso às bases de dados da XP por parte do Itaú e o veto à participação de representantes do banco em reuniões do grupo de controle que antecedem a assembleia geral de acionistas.

Da parte da XP, as obrigações incluem a não aquisição de plataforma aberta de investimentos, a preservação de sua autonomia frente ao Itaú, a proibição de estabelecimento de exclusividade com AAls e com emissores de produtos de investimento, a não-discriminação de produtos e o não privilégio do Itaú na contratação de operações e serviços bancários.

de atos de concentração no âmbito do Sistema Financeiro Nacional. Para isso, foi assinado em 2018 (após o tratamento do caso em questão) um memorando de entendimentos entre os dois órgãos. No tocante à legislação, atualmente, existe o Projeto de Lei Complementar 499/2018, que está em tramitação na Câmara dos Deputados, apensado ao Projeto de Lei Complementar 265/2007. Esse Projeto é originário do Senado, onde foi aprovado em plenário sob o número 350, de 2015 e visa dispor sobre a cooperação e partilha de competências entre Banco Central do Brasil e Cade no âmbito concorrencial, além de revogar o § 2º do art. 18 da Lei nº 4.595, de 31 de dezembro de 1964.

3.2.3 Análise do caso a partir das questões e dos desafios levantados

É inegável que o mercado de plataformas abertas de investimento ainda está em fase inicial de desenvolvimento, tal qual todos os outros mercados nos quais se observa a atuação de empresas *fintech*. Entretanto, é possível afirmar que a empresa em questão (XP), logrou sucesso em sua estratégia disruptiva ao competir com menores taxas no mercado de distribuição de produtos de investimentos e oferecer serviço gratuito de assessoria de investimentos, ambos, ao menos em parte, consequência da própria tecnologia empregada. A XP pode ser considerada, portanto, um caso bem-sucedido de aplicação de *fintech* no mercado de serviços financeiros brasileiro, tal qual foi chamada a atenção por Burnier (2018) em seu voto. Acrescenta-se a isso, a elevada capacidade dessa empresa em desenvolver e implementar inovações, sejam elas tecnológicas, comerciais ou em gestão. Baseado nisso, apesar da já citada falta de instrumentos disponíveis para as autoridades antitruste identificarem firmas *maverick*, o Cade utilizou as evidências expostas no caso para caracterizar a XP como firma ***maverick***.

Além disso, o relator chama a atenção para o fato de que se está diante de uma **plataforma**, ou seja, de um **mercado de dois lados**. Esses dois fatos têm importantes desdobramentos para as questões colocadas à capacidade de se avaliar poder de mercado e no que se refere ao efeito da operação para a inovação nos mercados em questão. O primeiro ponto a ser ressaltado, é que, para a avaliação do poder de mercado neste caso específico, a utilização de indicadores de concentração como proxies não é suficiente. O segundo ponto, é que deveriam ser analisados com cautela, os efeitos de rede presentes na plataforma.

Todavia, a análise dos impactos relativos às características de plataforma considerados pela autoridade pode ser resumida a um embate entre argumentos que sustentam a aprovação da operação considerando a possibilidade de *multi-homing* como

um importante atenuador desses efeitos e os argumentos contrários advogando que o efeito atenuante do *multi-homing* seria, na prática, bastante limitado ou mesmo inexistente. Ou seja, pode-se dizer que a análise do Cade no que se refere à existência de uma plataforma multilateral no caso foi superficial e, portanto, insuficiente.

Como um comentário sobre esse ponto, uma reflexão sobre tema do *multi-homing* para investidores nos leva à conclusão de que realmente sua prática é limitada. Por um lado, não existem grandes barreiras para que o usuário tenha contas e opere investimentos por diferentes canais, o que inclui a utilização concomitante de plataformas distintas. O relatório da Superintendência Geral ressalta essa característica. Todavia, existem características do funcionamento dessas plataformas que podem tornar o *multi-homing* menos atrativo e, portanto, improvável. Além da óbvia comodidade de se administrar os investimentos em um só local, é comum as plataformas oferecerem vantagens proporcionais ao montante aplicado nelas pelos clientes. Essas vantagens vão desde redução e isenção de tarifas até o oferecimento de serviços de assessoria diferenciados¹⁷¹. Ou seja, os incentivos vão na contramão do *multi-homing* nesse lado da plataforma. Uma análise mais profunda dessa estrutura de incentivos poderia ter sido realizada pela autoridade para sustentar sua decisão.

Já no caso de *multi-homing* de fornecedores, o relatório da Superintendência Geral chama atenção às barreiras para que AAls e ofertantes de produtos de investimento o façam. Essas barreiras estão, basicamente, relacionadas às exigências de exclusividade praticadas pela XP. Neste caso, o ACC do Banco Central objetiva mitigar os riscos relacionados a essas questões ao impedir a utilização de contratos de exclusividade por parte da XP.

¹⁷¹ <https://institucional.xpi.com.br/sobre-a-xp/relacionamento-xp/>

É curioso perceber que, apesar de no início da análise, terem sido identificados oito mercados relevantes, a discussão mais profunda ficou restrita a apenas dois deles, o de corretagem de valores e o de distribuição de produtos de investimento para o varejo. Dessa forma, não foram tratadas com o devido cuidado as questões referentes aos possíveis **efeitos de rede** resultantes das interações entre esses mercados (e outros possíveis mercados relevantes). Exceção feita à preocupação de alguns conselheiros ao chamar a atenção para a possibilidade de existência de *feedbacks* positivos entre o mercado de distribuição de produtos de investimento para o varejo e o mercado de crédito, mesmo este não tendo sido considerado um mercado relevante no início da análise.

Entretanto, ao se analisar o ACC concebido no âmbito da discussão do Cade, um importante equívoco que **reforça os efeitos de rede** e, portanto, aumenta as barreiras à entrada no mercado de distribuição de produtos de investimento é notado. Trata-se do compromisso da XP em manter tarifa zero¹⁷² para o consumidor, para um determinado conjunto de produtos. De acordo com o que é discutido em Evans e Schmalensee (2015), esse tipo de ação pode ter efeitos não apenas na atração de novos consumidores para a XP, como também na atração de fornecedores, que inclusive estariam dispostos a contratar serviços de pior qualidade e pagando um custo maior apenas para ter acesso aos consumidores da XP. Vê-se um importante efeito de rede que diminui as possibilidades de contestação do poder de mercado da XP. Ou seja, em vez de promover a competição, essa cláusula do ACC tende a reforçar o poder de mercado da XP. Conforme comentado anteriormente, Schmidt (2018) notou o efeito de **preço predatório** que esse compromisso pode gerar na disputa por consumidores, porém, nenhum conselheiro se atentou para a questão mais ampla do efeito de rede nesse ponto específico.

¹⁷² Esta prática reforça ainda mais os incentivos para que os consumidores não adotem a prática de *multi-homing*

Também se percebe, tanto no relatório da Superintendência Geral quanto no voto do relator, a consideração de barreiras à entrada por conta de **exigências regulatórias** como característica desse mercado.

No que tange **restrições verticais**, no cerne da análise do caso esteve a discussão sobre o risco de reforço de barreiras à entrada ou mesmo fechamento de mercado por conta da possibilidade de utilização de condutas de discriminação após a efetivação do ato de concentração.

Buscou-se lidar com essa questão por meio da imposição de cláusulas de não-discriminação no ACC. Todavia, conforme argumentado na discussão do Tribunal, essas medidas geralmente são inócuas, tendo em vista a dificuldade em se caracterizar e provar a existência de discriminação nos negócios. Isso sem falar nas limitações práticas para a fiscalização do cumprimento dessas cláusulas.

Além disso, soa de forma estranha a exigência de não-discriminação de plataformas feita ao Itaú, medida essa que, ao fim e ao cabo, pode significar a obrigação de uso de canais de distribuição de produtos mesmo que esse expediente não traga qualquer tipo de benefício à companhia e até mesmo seja danoso aos objetivos de negócio do banco. Em um extremo, esse tipo de exigência pode levar o Itaú à decisão de não distribuir seus produtos por meio de plataformas abertas, o que poderia arrefecer a concorrência entre os fornecedores de produtos nessas plataformas, prejudicando os consumidores. Não é necessário aprofundar a discussão sobre a dificuldade em se garantir o cumprimento desse tipo de exigência.

Já a exigência de não-discriminação, feita à XP, pode levar a empresa a ser obrigada a contratar serviços de fornecedores por preços maiores ou com qualidade inferior simplesmente para, em um determinado momento, cumprir com demandas dos responsáveis por fiscalizar o ACC. Esse tipo de conduta pode ser prejudicial tanto para a

empresa quanto para seus clientes, além de potencialmente diminuir os incentivos dos fornecedores a buscarem oferecer inovação e preços cada vez mais competitivos.

Outro foco dos ACCs, tanto o do Cade quanto o do BCB, foi diminuir a influência do Itaú na XP, buscando mitigar os riscos de ingerência. Nesse quesito, o BCB foi mais exigente que o Cade ao proibir a indicação de executivos por parte do Itaú para a administração da XP. De toda forma, o Itaú segue com uma razoável influência dentro do Conselho Administrativo e do Conselho Fiscal da XP. Além disso, existem outras maneiras de um acionista com participação relevante influenciar decisões da administração, tal qual foi ressaltado pelo conselheiro João Paulo de Resende em seu voto. Não se pode esquecer também, que o Itaú é um fornecedor da XP, com importante poder de mercado, que poderia ser utilizado para influenciar decisões da administração da XP.

O ACC do BCB ainda prevê uma cláusula que impede a aquisição do controle acionário da XP pelo Itaú nos próximos oito anos. Na prática, ela apenas impede o exercício da opção de venda (*put*) pela XP, previsto para 2024. De antemão, não é possível identificar alteração relevante na estrutura de incentivos da operação.

Por fim, é válida a visão dos conselheiros que consideram o risco de “bancarização” do mercado de plataformas o principal risco envolvido na aprovação dessa operação. Em outras palavras, estamos aqui falando de o risco do mercado de plataformas acabar dominado pelos bancos incumbentes. Esse risco de “bancarização” pode ser entendido como a aplicação de **estratégias de verticalização** por parte dos bancos nos mercados de distribuição de produtos de investimento.

Conclusão

O desenvolvimento e adoção de *fintech*, seja por parte das chamadas empresas *fintech*, seja por meio da utilização dessas tecnologias por empresas já estabelecidas do setor financeiro ou outros setores, vem mudando de maneira significativa a dinâmica concorrencial dos mercados nesse setor da economia. O objetivo dessa dissertação foi auxiliar a implementação da política de defesa da concorrência nas discussões futuras que derivem de casos que envolvam fintechs, identificando as principais questões e desafios envolvidos para o seu desempenho adequado e propondo, quando possível dado o estágio inicial do debate, quais seriam as melhores formas de enfrentá-los.

Como resultado da discussão conceitual empreendida foi possível encontrar dois usos principais possíveis, o de empresa *fintech*, como empresas autônomas e de base tecnológica aplicada no provimento de serviços financeiros (que englobaria, mas não apenas, *startups fintechs*) e o emprego de *fintech* por empresas já atuantes nos mercados financeiros de forma tradicional ou em outros segmentos (em particular, as identificadas como *big techs*). Nesse sentido, o texto mostrou não só a diversidade de tipos de serviços aos quais a tecnologia é aplicada, mas também os diferentes perfis de empresas que podem competir a partir nesses mercados. Além disso, a análise do primeiro capítulo permitiu identificar as principais características, visíveis à discussão dos mercados e também presentes na revisão da literatura, que de algum modo interferem no cenário concorrencial presentes nos mercados de serviços estudados. Isso se deu, a despeito das dificuldades analíticas impostas pela escassez de informação e literatura e pelo tema abrangente, que de algum modo nos impossibilitou de analisar na dimensão de mercado relevante ou de se utilizar de uma análise de padrão de concorrência.

Nesse contexto, no seu segundo capítulo, o trabalho encontrou pontes importantes com a literatura antitruste em temas que se aplicam aos mercados estudados e das

relações de interação entre demanda e oferta encontradas no contexto do capítulo 1. Dentre as características identificadas destacou-se o importante papel da concorrência schumpeteriana, a existência de plataformas multilaterais, o uso intensivo de algoritmos, a presença de importantes relações verticais e a importância de infraestrutura essencial. Vale frisar que nenhum desses temas estão consolidados na literatura antitruste, seja porque é recente (plataformas, por exemplo), seja porque apesar de antigo não logrou capacidade de sistematização e operacionalização para aplicação na política (concorrência schumpeteriana e condutas verticais, por exemplo), isso no Brasil ou no mundo.

Dessa forma, a primeira grande conclusão é a de que urge enfrentar os temas acima para dar conta de forma satisfatória aos casos que surgirão envolvendo empresas *fintech* ou mercados afetados por esse tipo de tecnologia. Parte da discussão já está posta na literatura, e a partir dela, o capítulo permitiu identificar os desafios conectados aos temas identificando-os com as especificidades dos mercados afetados por *fintechs*. Assim, foram indicados desafios tais como delimitação de mercado relevante e a determinação do poder de mercado em mercados com predominância de concorrência por inovação e em plataformas, divididos em desafios gerais e aplicados aos diferentes tipos de serviços.

Sobre esses cabem ressaltar alguns comentários finais e trazer as principais recomendações. Foi possível encontrar, na literatura, diretrizes para a análise de casos onde a competição se dá predominantemente por inovação. Dentre essas diretrizes, foi possível ressaltar o foco nos aspectos dinâmicos da concorrência e na avaliação do potencial das empresas, uma vez que uma fotografia da estrutura de mercado não é capaz de revelar as tendências do mercado e nem a real capacidade competitiva de determinadas firmas. Ainda nesse sentido, como talvez o critério mais objetivo de efeito de uma dada operação em inovação, cabe destacar a discussão acerca das empresas *mavericks*. Apesar de estarem presentes nos principais manuais de agências de defesa da concorrência, sua

definição ainda é muito ampla, havendo a necessidade de serem desenvolvidos métodos e ferramentas para a identificação desse tipo de empresa.

Como vimos, questão essencial sobre esse tema repousa nos critérios de notificação de atos de concentração às autoridades antitruste. Sem a devida adequação desses critérios, atos de concentração envolvendo empresas *fintech* com alto potencial competitivo, porém, ainda baixo faturamento, podem acabar negligenciados pelas autoridades. Condutas de aquisição para interromper ou arrefecer a competição por via de *fintechs* podem ser realizadas sem o conhecimento da autoridade. Assim, se não é possível alterar critérios, recomenda-se monitorar movimentos de compras em série de pequenas empresas inovadoras.

A organização por plataforma, também presente e identificada, impõe desafios à análise antitruste, uma vez que para lidar com esse tipo de questão, é necessário adotar uma visão ampla dos mercados, buscando identificar os lados da plataforma e as relações de *feedback* entre eles. Obviamente, essa tarefa nem sempre é trivial. Importante também reiterar que a presença desse tipo de efeito pode reforçar barreiras à entrada. Os efeitos de rede trouxeram uma importante perspectiva para a análise de mercados intensivos em inovação e com presença de estrutura em plataforma: argumentar que o poder de mercado é facilmente contestado pelo dinamismo criado num ambiente de intenso surgimento de pequenas empresas inovadoras pode ser falacioso. Especialmente, quando o mercado já conta com presença de grandes empresas tecnológicas (*big techs*). No caso de plataformas com base em *fintech*, o mesmo pode ser notado.

No campo dos desafios relacionados às ameaças de condutas anticompetitivas, destacou-se, no que tange ao uso intensivo de algoritmos, o grande desafio em lidar com o risco desses algoritmos adotarem condutas anticompetitivas, principalmente condutas horizontais. Esse desafio tem a ver com o fato de que esse uso dos algoritmos torna

complexa a tarefa de distinguir entre colusão tácita (dentro da lei) e colusão explícita. A adoção de regras claras delimitando as possibilidades de uso dos algoritmos e o desenvolvimento de ferramentas e métodos de supervisão, especialmente por parte das autoridades de regulação financeira foi considerada. Já as ameaças de condutas verticais também foram levantadas, tais como riscos de fechamento ou de condutas exclusionárias. Foi dada ênfase nas relações de cadeia e na existência de poder de mercado em importantes elos, como a concentração do sistema financeiro e o poder de mercado exibido por empresas tecnológicas organizadas em plataformas. Também nesse espectro contou a presença de infraestrutura essencial e a possibilidade de imposição de restrição a rivais e potenciais competidores a partir de entraves ao seu acesso.

Nos estudos de caso apresentados, foi possível exemplificar como as autoridades de defesa da concorrência lidaram com essas questões. Tanto no caso Apple Pay Austrália quanto no caso Itaú-Unibanco/XP foram identificadas características de concorrência schumpeteriana e a presença de efeitos de rede.

No caso Apple Pay Austrália, houve uma importante discussão sobre a essencialidade do acesso ao NFC dos iPhones para a concorrência. Já no caso Itaú-Unibanco/XP, a análise de restrições verticais teve papel central, quando da discussão sobre riscos de condutas de discriminação após a efetivação do ato de concentração.

Também no caso Itaú-Unibanco/XP, a XP foi identificada como firma *maverick*. De toda forma, percebe-se que essa identificação ainda é feita de forma vaga e até certo ponto simplória, uma vez que não estão disponíveis ferramentas adequadas para a caracterização desse tipo de empresa. O caso Itaú-Unibanco/XP - caso envolvendo empresa com faturamento suficiente para notificação, mas insuficiente para acender sinais vermelhos segundo critérios tradicionais em boa parte dos mercados relevantes - foi um bom exemplo de como precisamos avançar na discussão das proxies tradicionais de poder

de mercado e de rivalidade efetiva. Enquanto boa parte da discussão reconheceu o papel disruptivo da empresa adquirida, pouco se avançou em considerar sobre o potencial da aquisição sobre o direcionamento da inovação nos mercados envolvidos.

Assim sendo, sem esgotar a discussão, a análise dos casos permitiu a verificação, na prática, dos desafios pontuados pela literatura, assim como a tentativa de adoção de abordagens, por parte das autoridades antitruste, que auxiliaram no tratamento dos casos. Fica claro que ainda há um longo caminho no desenvolvimento de ferramentas e métodos para se lidar, principalmente, com a concorrência schumpeteriana e com as plataformas multilaterais. Essa é uma agenda de pesquisa vigente e com impactos significativos para o debate sobre o papel das fintechs.

Por fim, é importante destacar o papel que o antitruste pode ter na apropriação dos benefícios do progresso tecnológico pela sociedade como um todo. O fenômeno das fintech deve ser encarado não apenas como uma oportunidade de se aumentar eficiência operacional e as possibilidades de lucro das companhias, mas também como uma importante ferramenta na inclusão financeira de grandes parcelas das populações de países em desenvolvimento e, especialmente para o Brasil, no combate aos elevados spreads bancários. Nesse sentido, a agenda de estudos pode e deve ser ampliada para a interação da política de defesa da concorrência com políticas de regulação financeira, visando proporcionar um ambiente favorável ao dinamismo e contestação por inovação.

Referências Bibliográficas

AGHION, P., BLOOM, N., BLUNDELL, R., GRIFFITH, R., HOWITT, P. Competition and innovation: An inverted U relationship. *The Quarterly Journal of Economics*, Cambridge, 120(2), 401-428. 2002.

ALLEN, F; CARLETTI, E; MARQUEZ, R. Credit market competition and capital regulation. *Rev. Financ. Stud.* 24 (4), p. 983–1018. doi: 10.1093/rfs/hhp089. 2011.

AREEDA, P. Essential Facilities: An Epithet in Need of Limiting Principles. *Antitrust Law Journal* 58: 841–52. 1989.

AREEDA, P; HOVENKAMP, H. *Antitrust Law*. 2nd ed. New York: Aspen Publishers. 2002.

Associação Brasileira de Fintechs (ABFINTECHS). *Catálogo Fintechs*, 2018.

Associação Brasileira de Fintechs (ABFINTECHS). *Pesquisa Fintech Deep Dive*. 2018b.

ARROW, Kenneth. Economic welfare and the allocation of resources for invention. In: *The rate and direction of inventive activity: Economic and social factors*. Princeton, Princeton University Press p. 609-626. 1962.

Australian Competition and Consumer Commission (ACCC). Applications for authorisation A91546 & A91547 lodged by Bendigo and Adelaide Bank Limited, Commonwealth Bank of Australia, National Australia Bank Limited, Westpac Banking Corporation in respect of a proposal to engage in limited collectively bargaining with Apple and limited collective boycott of Apple Pay. 31 March 2017.

Disponível em: <<https://www.accc.gov.au/system/files/public-registers/documents/D17%2B40724.pdf>>

BAIN, J. S. *Industrial Organization*. New York: Wiley. 1959.

BAKER, J. Mavericks, Mergers, and Exclusion: Proving Coordinated Competitive Effects under the Antitrust Law. *New York University Law Review*. Vol.77, p. 135-202. 2002.

- BAKER J. “Dynamic Competition” Does not Exclude Monopolization. *Competition Policy International* (print ISSN 1554-0189, online ISSN 1554-6853), Vol. 4, No. 2. Autumn 2008.
- Banco Central do Brasil (BCB). *Relatório de Economia Bancária*. 2017.
- Banco Central do Brasil (BCB). *Relatório de Economia Bancária*. 2018.
- Banco Central do Brasil (BCB). *Tipo de Contas Bancárias. Série I – Relacionamento com o Sistema Financeiro Nacional*. 201-.
- Banco Central do Brasil (BCB). *Comunicado nº 33.455*. 2019.
- Bank for International Settlements (BIS). *Non-banks in retail payments*. 2014.
- Bank for International Settlements (BIS); Financial Stability Board (FSB). *Fintech Credit: Market structure, business models and financial stability implications*. 2017.
- Bank of England (BoE). *Digital Currencies*. 2018.
- Disponível em: <<https://www.bankofengland.co.uk/research/digital-currencies>>
- Basel Committee on Banking Supervision (BCBS). *Implications of fintech developments for banks and bank supervisors*. 2018.
- BAUMOL, W; ORDOVER, J. Antitrust: Source of Dynamic or Static Inefficiencies? In: Jorde, T. and Teece, D (eds.) (1992). *Antitrust, Innovation and Competitiveness*. New York: Oxford University Press. 1992.
- BAZOT, G. *Financial consumption and the cost of finance: Measuring financial efficiency in europe (1950-2007)*. Working Paper Paris School of Economics. 2013.
- BEAUDEMOULIN, N; BIENVENU, P; LAWNICZAK, A-S; WARZEE, D. “Fintechs and the digital revolution: the challenges of regulation and supervision” In: *Quarterly Selection of Articles, Banque de France Bulletin*. Autumn, 2017.
- BECK, T. *Bank competition and financial stability: friends or foes?* In: *Bank Indonesia and Banco de Mexico (Eds.), Competition in the Financial Sector*. 2008.
- BECK, T; DE JONGHE, O; SCHEPENS, G. *Bank competition and stability: Cross-country heterogeneity*. *J. Finan. Intermediation* 22. p. 218–244. 2013.

BERNHEIM, B. D; HEEB, R.A Framework for the Economic Analysis of Exclusionary Conduct. In: Oxford Handbook on International Antitrust Economics edited by Roger Blair and Daniel Sokol, eds. Oxford University Press. 2015.

BERNHEIM, B. D; WHINSTON, M. D. Exclusive Dealing. Journal of Political Economy 106: 64–103. 1998.

BRASIL. Lei nº 4.595/1964 de 31 de dezembro de 1964. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L4595.htm

BRASIL. Lei nº 12.529/2011 de 30 de novembro de 2011. Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2011/Lei/L12529.htm

BRASIL. Lei nº 12.865/2013 de 09 de outubro de 2013. http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12865.htm

Disponível em: http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_Ato2011-2014/2013/Lei/L12865.htm

BREKKE, K. R. Measuring market power in multi-sided markets. In: OECD. Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms. 2018.

BUDZINSKI, Oliver. "Monoculture versus diversity in competition economics." Cambridge Journal of Economics 32.2: 295-324. 2008.

BUNDESKARTELLAMT. Guidance on Substantive Merger Control. 2012.

BURNIER, P. Voto do Conselheiro Relator Ato de Concentração Ordinário Nº 08700.004431/2017-16. 2018. Disponível em: <http://www.cade.gov.br>

CARLETTI, E; VIVES, X. Regulation and Competition Policy in the Banking Sector. IESE Business School. University of Navarra. Occasional Paper. OP- 159. October 2008.

CARLETTI, E. Competition and Financial Markets. Background Note by the Secretariat.

DIRECTORATE FOR FINANCIAL AND ENTERPRISE AFFAIRS COMPETITION COMMITTEE. OECD. 2009.

Disponível em: <https://www.oecd.org/daf/competition/43067294.pdf>

CARLTON, D. W; PERLOFF, J. M. Modern Industrial Organization. Pearson/Addison Wesley, 2005.

CASSIOLATO, J. E.; LASTRES, H. M. M. Sistemas de inovação e desenvolvimento: as implicações de política. São Paulo Perspectiva, v. 19, n.1, p.34-45, jan./mar. 2005.

CLEMENTS, M. T. Direct and indirect network effects: are they equivalent? International Journal of Industrial Organization, vol. 22, issue 5, 633-645. 2004.

COLLYER, K; MULLAN, H; TIMAN, N. Measuring market power in multi-sided markets In: OECD. Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms. 2018.

Competition Bureau, Canada. Technology-led innovation in the Canadian financial services sector: A market study. 2017.

Disponível em: http://publications.gc.ca/collections/collection_2018/isde-ised/lu54-65-2017-eng.pdf

Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal. 2016.

Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Cartilha do Cade. 2016b.

Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade). Guia de Remédios Antitruste. 2018b.

CRÉMER, J; DE MONTJOYE, Y-A; SCHWEITZER, H. Competition Policy for the Digital Era, final report presented to the European Commission. 2019.

DIAMONG, D. Financial intermediation and delegated monitoring. Rev. Econ. Stud. 51, p. 393–414 .1984.

DOSI, G. Technical Change and Industrial Transformation. New York: St. Martin Press.1984.

Ernst & Young (EY). UK Fintech Census. 2017.

European Central Bank (ECB). Virtual currency schemes – a further analysis. 2015.

European Parliament. Competition Issues in the Area of Financial Technology (FinTech). 2018.

EVANS, D. S; SCHMALENSSEE, R. "The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses" In: Oxford Handbook on International Antitrust Economics edited by Roger Blair and Daniel Sokol, eds. Oxford University Press. 2015.

EVANS, D.S; NOEL, M. Defining Antitrust Markets When Firms Operate Two-Sided Platforms. Columbia Business Law Review. 2005.

FAGUNDES, Jorge; POSSAS, Mário L.; PONDE, João Luiz. Política Antitruste: um enfoque Schumpeteriano. Estudos Econômicos da Construção, v. 1, n.1, p. 1-24, 1996.

FARREL, J. Complexity, diversity, and antitrust. Antitrust Bulletin, 51(1), 165-173. 2006.

FILGUEIRAS, Isabel. Nubank acaba com fila de espera do cartão e atinge 10 milhões de clientes. **Valor Investe**, 2019. Disponível em:

<https://valorinveste.globo.com/produtos/servicos-financeiros/noticia/2019/06/28/nubank-acaba-com-fila-de-espera-do-cartao-e-atinge-10-milhoes-de-clientes.ghtml>

FILISTRUCCHI, L. 1. Market definition in multi-sided markets. In: OECD. Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms. 2018.

Fintech Australia. Productivity Commission Inquiry into Data Availability and Use. Open Financial Data. 2016.

Fintechlab. Brasil Report. 2017. Disponível em: <http://fintechlab.com.br/wp-content/uploads/2017/02/Report_FintechLab_2017-2.pdf>

Financial Stability Board (FSB). Financial Stability Implications from FinTech: Supervisory and Regulatory Issues that Merit Authorities' Attention. 2017.

FRANCK, J-U; PEITZ, M. Market Definition and Market Power in the Platform Economy. Centre on Regulation in Europe (CERRE). Report. May, 2019.

FU, X; Lyn, Y; Molyneux, P. Bank competition and financial stability in Asia Pacific. Journal of Banking & Finance 38. p. 64–77. 2014.

- GILBERT, R; SUNSHINE, S. Incorporating dynamic efficiency concerns in merger analysis: the use of innovation markets. *Antitrust Law Journal*, 63(2), 569–601. 1995.
- GOETZ, M. R. Competition and Bank Stability. *J. Finan. Intermediation* 35. p. 57–69. 2018.
- HEMPHILL, C. S. The Role of Recoupment in Predatory Pricing Analyses. *Stanford Law Review* 53:1581–612. 2001.
- HILEMAN, G; RAUCHS, M. Global Criptocurrency Benchmarking Study. Cambridge Center for Alternative Finance. Judge Business School. University of Cambridge. 2017. Disponível em: https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2965436
- HM Treasury. *Fintech Sector Strategy: Securing the Future of UK Fintech*. March 2018.
- International Organization of Securities Commissions (IOSCO). *Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. 2017.
- HOVENKAMP, H. J. *Predatory Pricing under the Areeda-Turner Test*. Penn Law: Legal Scholarship Repository. 2015.
- International Organization of Securities Commission (IOSCO). *IOSCO Research Report on Financial Technologies (Fintech)*. February 2017.
- JORDE, T. M; TEECE, D. J. Innovation, Cooperation and Antitrust. *4 Berkeley Tech. L.J.* 1. 1989.
- JORDE, T.M; TEECE, D. J. Innovation, dynamic competition, and antitrust policy. *Regulation*, 13(3), 35-44. 1990.
- Disponível em : <http://scholarship.law.berkeley.edu/btlj/vol4/iss1/1>
- J.P. MORGAN. J.P. Morgan creates digital coin for payments. February 14, 2019. Disponível em: <https://www.jpmorgan.com/global/news/digital-coin-payments>
- KATZ, M. L; SHAPIRO, C. Systems Competition and Network Effects. *Journal of Economic Perspectives—Volume 8, Number 2 — Pages 93–115*. Spring 1994.
- Katz, M; Shelanski, H. 2007. Mergers and Innovation. *Antitrust Law Journal*, 75(1), 1-85. 2007.

KERBER, W. Competition, innovation and maintaining diversity through competition law. In: Drexl, J. Kerber, W. & Podszun, R. (Eds.) Economic approaches to competition law: Foundations and Limitations, Cheltenham: Edward Elgar. 2011.

KHAN, L. M. Amazon's Antitrust Paradox. The Yale Law Journal. 2017.

KOBLITZ, A. Simon e Racionalidade Limitada. Economia e Desenvolvimento, Recife (PE), v. 7, n. 2, 2008.

KOUTSOYIANNIS, A. Modern Microeconomics. The Macmillan Press Ltd. 1975.

KOVACIC, W. E; SHAPIRO, C. Antitrust Policy: A Century of Economic and Legal Thinking. Journal of Economic Perspectives. Volume 14, Number 1, p. 43-60, 2000.

KPMG International. Pulse of Fintech, 2018.

KUPFER, D. "Barreiras Estruturais à Entrada". In: HASENCLEVER, L; KUPFER, D. Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil. Rio de Janeiro: Campus. 2002.

LANDAU, J-P.; GENAIS, A. Les cryptos-monnaies. Rapport au Ministre de l'Économie et des Finances Jean-Pierre Landau avec la collaboration d'Alban Genais. 4 juillet 2018.

LEE, R.S. Vertical Integration and Exclusivity in Platform and Two-Sided Markets. American Economic Review, 103(7), 2960–3000. 2013.

MARVEL, Howard. Exclusive Dealing. Journal of Law and Economics 25: 1–25. 1982.

McKinsey & Company. Digital disruption in insurance: Cutting through the noise. 2017.

Disponível em:

<<https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/industries/financial%20services/our%20insights/time%20for%20insurance%20companies%20to%20face%20digital%20reality/digital-disruption-in-insurance.ashx>>

MELLO, M. T. L. "Defesa da Concorrência". In: HASENCLEVER, L; KUPFER, D. Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil. Rio de Janeiro: Campus. 2002.

- MOTTA, M. Competition Policy. Theory and Practice. Cambridge. University Press. 2004.
- MOTTA, M.; SALGADO, L. H. Política de concorrência: teoria e prática e sua aplicação no Brasil. Elsevier Brasil, 2015.
- NELSON, Richard R; WINTER Sidney, G. [1982] An evolutionary theory of economic change. Harvard University Press, 2009.
- OECD. Proposed guidelines for collecting and interpreting innovation data (Oslo Manual). Paris: 1992.
- OECD. The Essential Facilities Concept. Policy Roundtables. 1996.
- OECD. Competition, Concentration and Stability in the Banking Sector. Policy Roundtables. 2010.
- OECD. Algorithms and Collusion: Competition Policy in the Digital Age. 2017.
- OECD. Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms. 2018.
- ORBACH, B; AVRAHAM, R. Squeeze Claims: Refusals to Deal, Essentials Facilities, and Price Squeezes. In: Oxford Handbook on International Antitrust Economics edited by Roger Blair and Daniel Sokol, eds. Oxford University Press. 2015.
- PHILIPPON, T. Has the us finance industry become less efficient? On the theory and measurement of financial intermediation. The American Economic Review 105(4), 1408–38. 2015.
- PHILIPPON, T. The Fintech Opportunity. BIS Working Papers nº 655. 2017.
- PIRES-ALVES, C. C. Efeitos Coordenados em Atos de Concentração: Análise Teórica e Estudos de Caso. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2006
- PIRES-ALVES, Camila Cabral, GONZALO, Manuel and LYRA, Marcos Puccioni de Oliveira
STARTUPS AND YOUNG INNOVATIVE FIRMS MERGERS & ACQUISITIONS: AN

ANTITRUST DEBATE? LESSONS FROM THE ICT TECNO-ECONOMIC PARADIGM. Rev. econ. contemp., vol.23, no.2. ISSN 1415-9848. 2019.

PITOFISKY, R; PATTERSON, D; HOOKS, J. The Essential Facilities Doctrine Under United States Antitrust Law. 70 Antitrust L.J. 443-462. 2002.

POSSAS, Mário L. "Concorrência Schumpeteriana". In: HASENCLEVER, L; KUPFER, D. (org.). Economia Industrial: Fundamentos Teóricos e Práticas no Brasil. Rio de Janeiro: Campus, 2002.

POSSAS, Mário L. Eficiência Seletiva: uma Perspectiva Neo-Schumpeteriana Evolucionária sobre Questões Econômicas Normativas. Revista de Economia Política, vol. 24, nº 1 (93), janeiro-março/2004.

PRADO, Luiz C. D. Política de concorrência e desenvolvimento: reflexões sobre a defesa da concorrência em uma política de desenvolvimento. Cadernos de Desenvolvimento.v.6, n.9. Centro Internacional Celso Furtado de Políticas para o Desenvolvimento. Rio de Janeiro. julho-dezembro de 2011.

PwC. Global Fintech Report, 2017.

PwC. Insurance 2020: The digital prize – Taking customer connection to a new level. 2018.

RASEK, A; WISMER, S. 2. Market definition in multi-sided markets. In: OECD. Rethinking Antitrust Tools for Multi-Sided Platforms. 2018.

RESENDE, J. P. Voto vogal. Ato de Concentração Ordinário Nº 08700.004431/2017-16. 2018. Disponível em: <http://www.cade.gov.br>

ROCHET, J.-C., TIROLE, J. Two-sided markets: a progress report. RAND Journal of Economics, 37, 645-667. 2006.

SCHERER, F. M. Firm size, market structure, opportunity, and the output of patented inventions. The American Economic Review, 55(5), 1097-1125. 1965.

SCHINDLER, John. FinTech and Financial Innovation: Drivers and Depth, Finance

and Economics Discussion Series 2017-081. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System. 2017. Disponível em: <https://doi.org/10.17016/FEDS.2017.081>.

SCHMALENSEE, R. Antitrust Issues in Schumpeterian Industries. *The American Economic Review*, Vol. 90, No. 2, Papers and Proceedings of the OneHundred Twelfth Annual Meeting of the American Economic Association, pp.192-196. May 2000.

SCHUEFFEL, P. Taming the Beast: A Scientific Definition of Fintech, *Journal of Innovation Management*, vol.4 No.4, p.32-54. 2016.

SCHUMPETER, J. A. (1942). *Capitalismo, Socialismo e Democracia*. Editora Unesp. 2017.

SHAPIRO, C. Competition and Innovation: Did Arrow Hit the Bull's Eye? In Lerner, J, Stern, S. (Eds.) *The rate and direction of inventive activity revisited*. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research. 2011.

SCHEFFMAN, D. T; HIGGINS, R. S. Raising Rivals' Costs. In: *Oxford Handbook on International Antitrust Economics* edited by Roger Blair and Daniel Sokol, eds. Oxford University Press. 2015.

SCHMIDT, C. A. J. Voto vogal. Ato de Concentração Ordinário Nº 08700.004431/2017-16. 2018. Disponível em: <http://www.cade.gov.br>

SIDAK, J. G; TEECE, D. J. Dynamic Competition in Antitrust Law. *Journal of Competition Law & Economics*, 5(4), 581–631. November 2009.

SIMONSEN, M. H; CYSNE, R. P. *Macroeconomia*. 4a Edição. Editora Atlas. 2009.

TORRES FILHO, E.T; MARTINS, N. M. Regulando os sistemas financeiros: elementos introdutórios. Texto para Discussão 003/ 2018. Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro. 2018

USHER, A. P. The Primitive Bank of Deposit, 1200 – 1600. *The Economic History Review*, Vol. 4, No. 4 (Apr. 1934), pp. 399-428. 1934.

VIVES, X. Digital disruption in financial markets – Note by Professor Xavier Vives. OECD, 2019.

VOLOSOVICH, S. Insurtech: Challenges and Development Perspectives. International Journal of Innovative Technologies in Economy. November 2016.

WAGNER, W. Loan market competition and bank risk-taking. J. Finan. Services Res. 37 (1). p. 71–81. 2010.

WALLER. S. W. Areeda, Epithets, and Essential Facilities. Wisc. L. Rev. 359. 2008.

WILLIAMSON, O. E. Markets and hierarchies: analysis and antitrust implications. New York: Free Press, 1975.