

# KILLER ACQUISITIONS NO SETOR FINANCEIRO BRASILEIRO? UMA ANÁLISE EX-POST DOS CASOS ÁGORA- BRADESCO E XP-ITAÚ<sup>1</sup>

*Killer Acquisitions in the Brazilian Financial  
Sector? An Ex-Post Analysis of the Ágora-  
Bradesco and XP-Itaú Cases*

**Luiz Felipe Bittencourt de Abreu<sup>2</sup>**

Fundação Getúlio Vargas (FGV) – Rio de Janeiro/RJ, Brasil

**José Gustavo Féres<sup>3</sup>**

Fundação Getúlio Vargas (FGV) – Rio de Janeiro/RJ, Brasil

**Eduardo Pontual Ribeiro<sup>4</sup>**

Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) – Rio de Janeiro/RJ, Brasil

## RESUMO ESTRUTURADO

**Contexto:** nos últimos anos, a digitalização e a inovação tecnológica transformaram os principais setores da economia e revolucionaram a forma como os consumidores interagem com produtos e serviços. Ao mesmo tempo, desencadearam discussões antitruste devido à aquisição de concorrentes menores, sendo possíveis “*killer acquisitions*”. Essa preocupação se estende ao mercado financeiro brasileiro, que está passando por mudanças significativas. Empresas inovadoras e o chamado processo de desbancarização ameaçam o domínio das instituições financeiras tradicionais, o que pode levar a aquisições estratégicas defensivas por parte delas. Nesse cenário, as “*killer acquisitions*” se tornam um tópico relevante, pois podem eliminar futuros concorrentes disruptivos ou afetar a competição no setor financeiro brasileiro.

**Objetivo:** o presente estudo tem como objetivo analisar se atos de concentração no setor financeiro brasileiro selecionados, como *Ágora-Bradesco* e *XP-Itaú*, podem ser entendidos como “*killer*”

---

**Editor responsável:** Prof. Dr. Victor Oliveira Fernandes, Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade), Brasília, DF, Brasil. **Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/5250274768971874>. **ORCID:** <https://orcid.org/0000-0001-5431-4142>.

1 **Recebido em:** 12/12/2023 **Aceito em:** 06/06/2024 **Publicado em:** 19/06/2024

2 Bacharel em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro e Mestre em Economia com ênfase em Finanças pela Escola Brasileira de Economia e Finanças da Fundação Getúlio Vargas.

**E-mail:** [lfabreu95@gmail.com](mailto:lfabreu95@gmail.com) **Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/1653144445361432> **ORCID:** <https://orcid.org/0009-0006-6962-9175>

3 Técnico de Planejamento e Pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada e professor da Escola Brasileira de Economia e Finanças da Fundação Getúlio Vargas. Doutor em Economia - Université de Toulouse I Sciences Sociales e Graduação em Ciências Econômicas pela Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

**E-mail:** [jose.feres@fgv.br](mailto:jose.feres@fgv.br) **Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/0860160432390224> **ORCID:** <https://orcid.org/0000-0003-3024-3823>

4 Professor Titular - Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Pesquisador do CNPq. PhD em Economia pela University of Illinois - Urbana-Champaign e Graduação em Economia pela Universidade Federal de Pernambuco.

**E-mail:** [eribeiro@ie.ufrj.br](mailto:eribeiro@ie.ufrj.br) **Lattes:** <http://lattes.cnpq.br/8025102145074887> **ORCID:** <https://orcid.org/0000-0003-4032-9962>

*acquisitions*' à luz dos desafios e teorias de dano das inovações e de mercados digitais. É importante ressaltar que ambas as transações envolveram a aquisição de empresas possivelmente '*mavericks*', o que amplia o interesse na análise.

**Método:** a pesquisa buscou utilizar a teoria do dano das '*killer acquisitions*' para fazer uma análise dos casos *Ágora-Bradesco* e *XP-Itaú*.

**Conclusões:** os estudos de caso da *Ágora-Bradesco* e *XP-Itaú* proporcionam uma compreensão valiosa sobre a possibilidade de práticas de '*killer acquisitions*' no mercado financeiro brasileiro. No caso da *Ágora*, a aprovação sem restrições pelo Cade levantou preocupações devido a lacunas na análise dos mercados relevantes, caracterização como '*maverick*' e na competição futura, dada a posição de liderança da *Ágora* em um segmento em rápido crescimento. A empresa perdeu força competitiva após a aquisição. Em contrapartida, a análise e ação do Cade na aquisição da *XP* pelo *Itaú*, quase uma década depois, adotou uma abordagem diferente com a implementação de remédios comportamentais e restrições para manter a *XP* competitiva, classificando-a como uma empresa '*maverick*'. A atuação conjunta do Cade com o Banco Central desempenhou um papel fundamental na mitigação dos possíveis efeitos de uma possível '*killer acquisition*' no mercado financeiro brasileiro, com a *XP* mantendo ou expandindo suas atividades. Além disso, essa abordagem está em linha com a tendência global de maior vigilância nos mercados digitais, enfatizando a importância de preservar a inovação e a concorrência potencial.

**Palavras-chave:** *killer acquisitions*; *Ágora-Bradesco*; *XP-Itaú*; mercados digitais.

## STRUCTURED ABSTRACT

**Context:** In recent years, digitization and technological innovation have transformed key sectors of the economy and revolutionized the way consumers interact with products and services. Simultaneously, they have triggered antitrust discussions due to the acquisition of smaller competitors, potentially leading to "*killer acquisitions*." This concern extends to the Brazilian financial market, which is undergoing significant changes. Innovative companies and the so-called process of "unbanking" threaten the dominance of traditional financial institutions, prompting them to consider strategic defensive acquisitions. In this scenario, "*killer acquisitions*" become a relevant topic as they could eliminate future disruptive competitors and impact competition in the Brazilian financial sector

**Objective:** This study aims to analyze whether selected mergers and acquisitions in the Brazilian financial sector, such as *Ágora-Bradesco* and *XP-Itaú*, can be understood as '*killer acquisitions*' considering the challenges and theories of harm of innovation and digital markets'. It is important to emphasize that both transactions involved the acquisition of potentially '*maverick*' companies, which further enhances the interest in the analysis.

**Method:** The research aimed to apply the '*killer acquisitions*' theory of harm to analyze the *Ágora-Bradesco* and *XP-Itaú* cases.

**Conclusions:** The case studies of *Ágora-Bradesco* and *XP-Itaú* provide valuable insights into the possibility of '*killer acquisitions*' practices in the Brazilian financial market. In the *Ágora* case, the unconditional approval by Cade raised concerns due to gaps in the analysis of relevant markets, characterization as a '*maverick*,' and potential impact on future competition, given *Ágora's* leading position in a rapidly growing segment. The company experienced a loss of competitive strength



following the acquisition. On the other hand, the analysis and actions taken by Cade in *Itaú's* acquisition of XP, almost a decade later, took a different approach by implementing behavioral remedies and restrictions to maintain XP's competitiveness, classifying it as a '*maverick*.' The collaborative efforts of Cade with the Central Bank played a crucial role in mitigating potential effects of a possible '*killer acquisition*' in the Brazilian financial market, with XP either maintaining or expanding its operations. Furthermore, this approach aligns with the global trend of increased scrutiny in digital markets, emphasizing the importance of preserving innovation and potential competition.

**Keywords:** *killer acquisitions; Ágora-Bradesco; XP-Itaú; digital markets.*

**Classificação JEL:** K21; G34.

**Sumário:** 1. Introdução; 2. Referencial Teórico: inovação, plataformas e competição; 2.1. Killer Acquisitions; 3. Estudos de Caso; 3.1. Ato de Concentração – Ágora e Bradesco; 3.1.1 Estrutura; 3.1.2. Evolução da Ágora pós-Ato de Concentração; 3.1.3 Avaliação da aquisição da Ágora pelo Bradesco sob a ótica das Killer Acquisitions; 3.1.4. Desenvolvimento da Ágora após a aquisição e Cenário contrafactual; 3.1.5 Conclusão; 3.2. Ato de concentração – XP e Itaú; 3.2.1. Estrutura da operação e remédios; 3.2.2. Avaliação do Banco Central do Brasil (BCB); 3.2.3. Evolução da empresa após ACCs; 3.2.4. Análise da aquisição de ações de XP pelo Itaú sob a ótica das Killer Acquisitions e comentários finais sobre o ato de concentração; 4. Comentários Finais; Referências.

## 1. INTRODUÇÃO

Os principais setores da economia têm experimentado profundas transformações tecnológicas nos últimos anos, especialmente com a consolidação de grandes empresas de tecnologia como *Amazon, Alphabet, Apple* e *Meta*. Essas empresas revolucionaram a forma como os consumidores interagem com produtos e serviços, dominando mercado e criando modelos de negócio disruptivos. Com o uso intensivo de dados e algoritmos, conseguiram oferecer soluções inovadoras e conquistar uma base massiva de usuários ao redor do mundo. (PETIT; TEECE, 2021, p. 1).

Ao mesmo tempo que trouxeram benefícios ao consumidor, essas empresas tornaram-se ponto focal de discussões antitruste em várias jurisdições pela sua postura agressiva ao adquirir empresas menores, especialmente *startups*. Essas aquisições seriam estratégicas para consolidar seu domínio nos mercados e garantir vantagens competitivas. No entanto, essas práticas têm levantado preocupações antitruste sobre o possível impacto negativo na concorrência, o que tem sido objeto de escrutínio pelas autoridades antitruste (HOLMSTRÖM *et al.*, 2019, p. 20).

As aquisições eliminatórias, ou *killer acquisitions* no original em língua inglesa, estão no cerne da discussão, em que empresas já estabelecidas e com grande poder de mercado adquirirem concorrentes com intuito de descontinuar projeto inovadores e evitar a competição futura. (CMA, 2021, p. 40).

Nessa discussão, o mercado financeiro brasileiro não está imune às transformações trazidas pela crescente digitalização e inovação tecnológica, sendo inseridas nesse contexto com a rápida adoção de novas tecnologias e modelos de negócios disruptivos. As transformações verificadas nos últimos anos não foram conduzidas por grandes bancos (PARTYKA; LANA; MARCON, 2020, p. 5), mas por empresas que levaram um modelo de negócio diferente para o mercado, como a *XP Investimentos*. Essas empresas conseguiram conquistar uma fatia significativa do mercado e têm o potencial para ameaçar o domínio das instituições financeiras tradicionais em alguns mercados.

A rápida ascensão desses agentes inovadores poderia desencadear respostas estratégicas das grandes instituições, incluindo a possibilidade de aquisições para neutralizar a concorrência emergente. Assim, as *killer acquisitions* tornam-se um tema relevante, uma vez que podem resultar na eliminação de futuros concorrentes com perfil disruptivo e prejudicar a dinâmica competitiva do setor financeiro brasileiro.

O presente estudo tem como objetivo central a análise de importantes atos de concentração no mercado financeiro brasileiro, sob a lente das aquisições eliminatórias com enfoque em empresas *maverick*<sup>5</sup>. Entendendo as características de plataformas, inovação e competição e a teoria do dano da *killer acquisitions*, temos uma estrutura analítica para avaliar os estudos de caso tratados: a aquisição da *Ágora Corretora* pelo *Bradesco BBI* e aquisição de parte da *XP Investimentos* pelo *Itaú*.

O artigo se coloca como uma avaliação ex-post de atos de concentração. Aqui a avaliação se constitui em um estudo de caso detalhado, ao invés de estudo econométrico, como Santos (2015) e Severino e Resende (2020). A vantagem do estudo de caso está na possibilidade explorar dimensões não quantitativas ou múltiplas dimensões quantitativas do caso. A desvantagem está na ausência de modelagem econométrica com controle de erros do tipo I e tipo II nas conclusões.

A discussão sobre inovação e concentração (e.g., FEDERICO; LANGUS; VALLETTI, 2017), traz luz à experiência do mercado de investimentos no Brasil, em que as principais transformações recentes não foram promovidas pelos incumbentes. Muitas destas transformações exploram o modelo de plataformas digitais, com descentralização da ação via agentes de negócios autônomos e investidores.

A discussão sobre inovação e plataformas multilaterais é essencial nesse debate, uma vez que norteiam importantes discussões no campo da política antitruste sobre *Killer Acquisitions*. Essas aquisições estratégicas envolvem empresas já estabelecidas adquirindo *startups*, não apenas para frear sua pressão competitiva atual, mas principalmente para eliminar a possibilidade dessas empresas se tornarem concorrentes futuros. Dessa forma, o objetivo central desse tipo de aquisição é o de eliminar projetos inovadores e interromper o desenvolvimento de tecnologias e produtos que poderiam, em um cenário competitivo, ameaçar a posição dominante das empresas incumbentes (e.g., OECD, 2020b).

As operações em questão se diferenciam da maior parte dos estudos relativos às *Killer Acquisitions* que se concentram na aquisição de empresas nascentes e ainda não atingiram os critérios para notificação da transação às autoridades antitruste (FAYNE; FOREMAN, 2020). Na situação dos atos de concentração envolvendo *XP* e *Ágora*, essas já estavam consolidadas no mercado e desafiavam

5 “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*” (BRASIL, 2016, p. 51).

as estruturas bancárias tradicionais com suas abordagens inovadoras de negócios. Incluí-las como *mavericks* na análise da teoria do dano das *killer acquisitions* traz uma contribuição valiosa ao debate, pois oferece perspectiva sobre práticas anticompetitivas destas empresas incumbentes.

Este artigo está dividido em três seções: a primeira traz o marco teórico para a análise realizada, a segunda contém a análise dos casos em si e por fim, tecem-se comentários finais.

## 2. O DILEMA DOS LEILÕES E A APRESENTAÇÃO DA DISCUSSÃO

A discussão sobre inovação está intrinsecamente conectada à teoria das *killer acquisitions*. À medida que empresas inovadoras surgem no mercado, muitas vezes elas se tornam alvos de aquisição por parte de concorrentes estabelecidos. Essas aquisições podem ser motivadas pelo desejo de eliminar a concorrência futura ou adquirir tecnologias promissoras para consolidar a posição no mercado. No entanto, essa prática levanta preocupações sobre os impactos na inovação, uma vez que empresas inovadoras podem perder sua independência e capacidade de continuar desenvolvendo soluções disruptivas. Assim, é fundamental entender a dinâmica da inovação e sua relação com a concentração de mercado (SHAPIRO, 2011; FEDERICO; MORTON; SHAPIRO, 2020).

Deve-se destacar a preocupação de que *startups* com potencial para ameaçar a posição de mercado ou o modelo de negócio de empresas incumbentes possam ser adquiridas com o intuito de serem descontinuadas ou neutralizadas após a aquisição (SCHWEITZER *et al.*, 2018, p. 122). Logo, pode ser economicamente vantajoso para uma empresa incumbente seguir a estratégia de aquisição de empresas inovadoras ao invés de investir para concorrer com elas. Um ponto de atenção importante para as autoridades é no que diz respeito à análise de empresas *maverick*, uma vez que são empresas inovadoras, com potencial de disrupção do mercado.

A inovação pode ser mais fácil dentro de um contexto de digitalização dos negócios, em um ambiente onde operam plataformas multilaterais (EVANS; SCHMANLENSEE, 2015, p. 2). Estruturas de plataforma são encontrados em mercados nos quais ocorre um *feedback* entre os diversos lados envolvidos. Uma plataforma de investimentos ilustra o fenômeno do *feedback* positivo entre os diferentes participantes. A disponibilidade de uma ampla variedade de títulos e produtos financeiros atrai investidores, o que, por sua vez, impulsiona o crescimento do capital investido e a geração de receitas para a plataforma. Esse sucesso atrai o interesse de mais empresas interessadas em oferecer seus instrumentos financeiros, resultando em uma maior diversidade de opções. Assim, o *feedback* positivo desempenha um papel importante no funcionamento e no potencial de uma plataforma de investimentos.

Além de efeitos de rede cruzados, OECD (2022), *inter alia*, destaca características destes negócios. As empresas inseridas nos mercados digitais se beneficiam de economias de escala e de escopo, uso massivo de dados, custos de mudança, assim como utilizam-se "preços zero" ou extremamente baixos, como forma de atrair novos usuários e conseguir auferir receitas por meio de outras fontes, como publicidade ou vendas de produtos complementares.

Um exemplo de "preços zero" a ser destacado nos mercados financeiros é a política de corretagem zero para investimentos em ações, em que a *Clear Corretora* foi pioneira na disponibilização desse serviço para sua base de clientes. Em suma, os clientes são atraídos para utilização da plataforma sob o argumento que não precisarão pagar a corretagem de ações, e a plataforma de investimentos

consegue gerar um *cross-selling* ao disponibilizar outros tipos de ativos e serviços pagos. No caso da *Clear*, por possuir clientes com perfil *trader* (CLIENTES..., 2022), esses são atraídos para utilização de plataformas profissionais de negociação pagas e que, para operar através delas, há custos fixos e variáveis. No próprio site da corretora *Clear*, é possível verificar situações em que há cobrança de taxas, como em cenários de zeragem compulsória, em que as posições do investidor são “zeradas” ao atingir determinado limite de risco sugerido pela corretora

Inovações disruptivas fazem parte desse grupo de atributos, de modo que setores inteiros da economia sejam transformados. Essas inovações são marcas de grandes empresas como *Alphabet*, *Amazon*, *Meta*, *Microsoft* e *Apple*, mas também emergem a partir do surgimento de empresas *maverick* (BRASIL, 2016). Não seria demais assumir que todas estas surgiram como empresas *maverick*. De um lado, as inovações proporcionadas por essas empresas criam oportunidades e impulsionam o crescimento econômico. De outro, elas tornam a análise antitruste ainda mais desafiadora para as autoridades e costumam promover uma concentração de mercado.

A teoria do dano das *killer acquisitions* apresenta preocupações com relação à sobreposições horizontais, sendo essas aquisições de natureza horizontal. Elas ocorrem quando uma empresa expande sua atuação em determinado mercado, ao realizar aquisições de outras que atuam no mesmo segmento ou que oferecem produtos ou serviços semelhantes (BRASIL, 2016, p. 52). Essa estratégia ajuda a fortalecer a posição dominante da empresa e alcançar bases de usuários que antes não teriam acesso.

As aquisições de conglomerado envolvem a compra de empresas de diferentes setores ou indústrias, com objetivo de diversificar as operações e obter acesso a novos mercados (OECD, 2020a, p. 7). Também podem trazer uma série de vantagens competitivas, como a eliminação de concorrentes e a integração de novas tecnologias. Sorkin (2017) traz o exemplo da aquisição da rede de supermercados *Whole Foods* pela *Amazon*, permitindo a expansão de sua presença no setor de varejo físico, especificamente no setor de alimentos.

## 2.1. *Killer acquisitions*

Cunningham, Ederer e Ma (2021) definem *killer acquisitions* como a aquisição, por parte da empresa já estabelecida, de empresas concorrentes visando descontinuar projetos inovadores e evitar competição futura. A teoria do dano das *killer acquisitions* se refere a uma categoria específica de aquisições que ocorrem no contexto da competição potencial. Este conceito é utilizado para descrever interações competitivas que envolvem pelo menos uma empresa com potencial para entrar ou expandir a concorrência com outras empresas. A fusão poderia implicar na perda da competição futura entre as empresas (CMA, 2021, p. 40).

A eliminação de projetos inovadores para o mercado é a preocupação antitruste das *killer acquisitions*. A empresa incumbente tem maior incentivo para adquirir e eliminar empresas inovadoras em mercados menos competitivos, onde o incumbente tem mais a perder se a inovação da empresa for desenvolvida com sucesso. O cenário contrafactual com essa suposição de inovação demonstra sua essencialidade para a teoria, uma vez que as grandes empresas de tecnologia têm a busca pela inovação profundamente integrada à sua estratégia de negócios. Elas não se contentam apenas em competir no mercado em que operam, mas têm o objetivo de transformá-lo por meio de avanços



tecnológicos e ideias inovadoras (ZOFFER, 2019, p. 310). Logo, analisar se empresa a ser adquirida tem potencial de se tornar uma empresa *maverick*, competidor disruptivo e até mesmo sua probabilidade de ser adquirida por outro competidor atual ou futuro, é pertinente para a teoria do dano das *killer acquisitions*

Antes de partir para os estudos de caso, deve ser feita a análise dos elementos que serão relevantes para suas avaliações sob a ótica das aquisições eliminatórias. O primeiro passo seria traçar uma expectativa sobre o que poderia acontecer na ausência da fusão, ou seja, *um contrafactual relevante* (OECD, 2020b, p. 23). Assim, a análise deveria ser capaz de responder se o alvo continuaria independente e, caso positivo, quão forte e competitivo seria e quais mecanismos utilizaria para conseguir financiamento. Por último, deve-se examinar se, na ausência da fusão, o cenário em que o incumbente adquire uma empresa diferente resultaria no desenvolvimento de sua própria versão do produto, ou se ocorreria a entrada disruptiva de outro concorrente no mercado.

De acordo com Holmström *et al.* (2019, p. 17) e Bundeskartellamt (2016, p. 28), a principal questão para o controle de fusões em mercados digitais com suspeita de aquisições eliminatórias é como definir corretamente um mercado relevante, especialmente quando a inovação ocorre em áreas não totalmente identificadas, e possíveis futuros concorrentes ainda não estão ativos em um mercado estritamente delimitado. A definição desses mercados de forma mais ampla pode endereçar essa questão, desde que as empresas estejam ativas. Há também uma abordagem alternativa para mercados relevantes proposta por Gilbert e Sunshine (1995), focada em mercados de inovação, delimitados a partir da inovação central ao caso.

### 3. ESTUDOS DE CASO

Nesta seção foi realizado um estudo de caso de dois atos de concentração que poderiam ter sido avaliados à luz da teoria do dano das *killer acquisitions* pelas autoridades, dado o perfil disruptivo de ambas as empresas adquiridas. Foi analisada a aquisição da *Ágora* pelo *Bradesco* em 2008 e a aquisição de parte da *XP* pelo *Itaú* em 2017, de modo que foi possível traçar um paralelo entre os dois atos de concentração e avaliar o impacto dos remédios propostos ou a falta deles pós-aquisição. Com dados diretos das empresas escassos, também foram usadas fontes secundárias como notícias, documentos públicos divulgados pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) e Banco Central do Brasil (BCB), denúncias de concorrentes e entrevistas com ex-executivos das empresas para examinar os impactos pós-aquisição.

Nos estudos de casos que serão analisados, as duas empresas, *Ágora* e *XP Investimentos*, já tinham se consolidado no mercado, eram líderes em seus segmentos de atuação e incomodavam as estruturas bancárias tradicionais. Com modelos de negócio inovadores, a inclusão dessas empresas como *mavericks* sob o arcabouço da teoria do dano das *killer acquisitions* pode enriquecer o debate a respeito do tema e fornecer insumos para futuras condutas anticompetitivas de empresas incumbentes no mercado. Ou seja, incluir neste debate não somente a aquisição de empresas nascentes, mas também de grandes agentes disruptivos.

Um ponto útil nas análises subsequentes é a observação das mudanças ocorridas pós-fusão. De acordo com Ivaldi, Petit e Unekbas (2023), para que hipótese de uma aquisição assassina ser válida, após a fusão, deve haver:

- (i) Desaparecimento dos produtos da empresa adquirida;
- (ii) Enfraquecimento das empresas concorrentes;
- (iii) Redução ou ausência de entrada e inovação após a fusão.

Caso uma das três mudanças ocorra, a fusão poderia ser enquadrada na teoria do dano das *killer acquisitions*.

### 3.1. Ato de concentração - *Ágora e Bradesco*

Até o ato de concentração entre *Itaú* e *XP*, a transação com maior valor de mercado entre uma Corretora de Valores Mobiliários e um grande Banco havia sido a aquisição da *Ágora CCTVM* pelo *Bradesco*. O Ato de Concentração envolveu a incorporação das ações da *Ágora Holdings S.A.* (e, de forma indireta, da *Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A.*) pelo *Banco Bradesco BBI S.A.* No momento da transação, a relação preço-lucro da aquisição foi 21,3 vezes (PARTYKA; LANA; MARCON, 2020, p. 5).

O interesse suscitado pelo *Bradesco* ocorreu em um momento em que o banco já possuía uma extensa base de clientes no setor de varejo e observou um movimento de migração de investimentos em renda fixa para renda variável, em um cenário de redução de taxas de juros. Dados os sistemas de informática avançados da *Ágora*, como o *Home Broker*, agilidade operacional e equipes de profissionais especializados, o Banco enxergou a oportunidade de aquisição (BRADESCO..., 2008).

A *Ágora Investimentos* foi fundada em 1993 e se destacou como uma empresa inovadora no mercado financeiro brasileiro. De acordo com seu site oficial, foi pioneira ao lançar a ferramenta *Home Broker* no Brasil, viabilizando negociação de ações por meio de sistemas eletrônicos (QUEM..., 2023).

Em 2008, a *Ágora Investimentos* consolidou sua posição como líder do segmento de *Home Broker* no país. A corretora carioca possuía cerca de 70 mil clientes, sendo 40 mil deles ativos, e movimentava um volume financeiro através da ferramenta de aproximadamente 43,71 bilhões, o que representava três vezes mais do que a segunda colocada (*Bradesco Corretora*, com R\$ 14,17 bilhões). Nesse período, somando-se o volume transacionado das outras três maiores corretoras do país (*Bradesco*, *Título e Banif*), não alcançava o patamar da *Ágora* (CAMARGO, 2008).

O trunfo que impulsionou a liderança da *Ágora* foi sua condição de ser inovadora ao oferecer uma ferramenta que simplificava a entrada de pessoas físicas na bolsa de valores, com a oferta de tecnologia e serviços adicionais, tornando-a referência e destaque. Seus investimentos em tecnologia contribuíram para a fidelização de sua base de investidores. Dadas as características supracitadas, a aquisição da *Ágora* pelo *Bradesco* é relevante para o estudo das *killer acquisitions*, especialmente por ser uma empresa inovadora, que promoveu transformações importantes no mercado em que atuava e que potencialmente poderia ter sido enquadrada como uma empresa *maverick*.

#### 3.1.1. Estrutura

No que tange aos mercados relevantes para análise da operação, na análise do Sistema Brasileiro de Defesa da Concorrência (SBDC) da operação foram avaliados os mercados de





corretagem na *Bovespa* e na *BM&F*. No primeiro, a *Ágora* possuía cerca de 7,7% de participação, sendo a segunda com maior participação de mercado e o *Bradesco* figurava apenas como décimo terceiro neste mercado. Pós-operação, as instituições virariam líderes de mercado com cerca de 10% de participação. No caso do mercado de *BM & F* (Bolsa de Mercadorias e Futuros), a *Ágora* e o *Bradesco* possuíam somente 3,86% e 0,44% de participação de mercado, respectivamente. Essas participações representam um controle de parcela de mercado inferior ao limite de 20% estabelecido pelo Guia *SEAE-SDE*, de modo que não haveria viabilidade para o exercício unilateral de poder de mercado. Além de pulverizados, na visão do Cade, os mercados em questão apresentavam intensa concorrência e taxas de crescimento significativas, com entrada provável, tempestiva e efetiva (BRASIL, 2008, p. 48-49, p. 88, p. 169-179). Assim, a operação foi aprovada sem restrições pelo Cade (2008, p. 179). Contudo, é importante ressaltar que a ferramenta do *Home Broker* não foi utilizada como critério para delinear o mercado de corretagem de valores mobiliários.

### 3.1.2. Evolução da *Ágora* pós-Ato de Concentração

Mesmo sendo um agente inovador no mercado, na prática, o que se observou é que mesmo com a injeção de capital, nos anos subsequentes à aquisição a *Ágora* perdeu espaço no mercado para outros concorrentes. Ao adquirir a *Ágora*, o *Bradesco* decidiu intensificar seu ingresso em um mercado que estava tradicionalmente menos focado, no caso, as atividades de corretagem de valores mobiliários. Naquele momento, a corretora era líder de mercado no segmento de pessoa física e negociava cerca de R\$ 63 bilhões através de seu *Home Broker*. Contudo, o que se observa nos anos seguintes, com exceção dos anos de 2009 e de 2010, é uma queda considerável no volume negociado. Ainda que haja fatores macroeconômicos do período que possam ter influência nesta diminuição do volume negociado, com resultados negativos, houve crescimento do volume negociado no período no mercado em geral (Quadro 1).

Quadro 01 - Evolução *Ágora* CCTVM

Ano de referência	Volume negociado <sup>A</sup> ( <i>Home Broker</i> ) (em milhões de R\$)	Varição do Índice <i>Bovespa</i> <sup>B</sup>	Volume Negociado (BM;F e <i>Bovespa</i> ) <sup>C</sup> (em milhões de R\$)
2008	R\$ 63.037	- 41,22%	R\$ 456.835
2009	R\$ 73.274	82,66%	R\$ 375.354
2010	R\$ 64.888	1,04%	R\$ 444.113
2011	R\$ 38.502	- 18,11%	R\$ 581.533
2012	R\$ 37.149	7,40%	R\$ 747.440
2013	R\$ 37.106	-15,50%	R\$ 1.198.609
2014	R\$ 28.612	- 2,91%	R\$ 883.074
2015	R\$ 21.922	- 13,31%	R\$ 858.856

Fonte: Elaborado pelo autor com base em dados dos relatórios trimestrais do *Bradesco*, 2023. Fontes/  
legenda:

- A) <https://br.financas.yahoo.com/quote/%5EBVSP/history?period1=1656847321;period2=1688383321;interval=1mo;filter=history;frequency=1mo;includeAdjustedClose=true>  
 B) <https://bvmf.bmfbovespa.com.br/indices/ResumoVariacaoAnual.aspx?Indice=IBOV;idioma=pt-br>  
 C) <https://www.bradescom.com.br/informacoes-ao-mercado/central-de-resultados/>

Além dos números que demonstram perda de mercado por parte da *Ágora*, há notícias mais recentes que indicam falta de investimento do *Bradesco* na corretora, o que ajuda a explicar a queda do volume negociado. Segundo Flach (2019), o vice-presidente do *Bradesco*, Cassiano Scarpelli, admite que houve falta de investimento na plataforma no segmento de pessoas físicas e que iriam trilhar um caminho para injetar maior capital e modernizar a corretora, inclusive segregando suas operações do banco.

Helio Pio (2023)<sup>6</sup>, sócio e executivo da corretora entre 2008 e 2015, comentou que no período prévio à aquisição, todo o processo decisório estava concentrado na *Ágora*, o que trazia uma agilidade grande para o negócio. Contudo, ao ser adquirida, aos poucos a empresa perdeu sua independência, a ponto de ter tanto sua estrutura de tecnologia como de compliance subordinada ao *Bradesco*. Ou seja, entendeu que houve um processo de burocratização da corretora no mesmo momento em que a *XP* começava a se destacar no mercado com um modelo de negócio disruptivo, como será analisado mais adiante.

Roberto Rocha (2023)<sup>7</sup>, um dos sócios fundadores da *Ágora*, destacou que pós-aquisição, houve uma perda de "DNA" da *Ágora*. Com a compra do *Bradesco*, a *Ágora* virou, em suas palavras, um "braço" do Banco. A velocidade na inovação, que era um dos principais diferenciais competitivos, passou a estar subordinada a decisões estratégicas do *Bradesco* e a concorrer com outras áreas internas, inclusive da própria *Bradesco Corretora*.

### 3.1.3. Avaliação da aquisição da *Ágora* pelo *Bradesco* sob a ótica das *killer acquisitions*

Para ser possível avaliar a aquisição da *Ágora* pelo *Bradesco* sob a ótica das *Killer Acquisitions*, é necessário ter em mente que o ato de concentração ocorreu em um contexto de mercado anterior ao cenário pós-transformação digital do setor financeiro. Os grandes bancos concentravam a maioria das transações financeiras, a revolução promovida pelas *fintechs* e *startups* ainda estava em um estágio embrionário e havia uma baixa inclusão financeira na área de investimentos. Traçar uma visão retrospectiva sobre a forma que o Cade eventualmente poderia ter atuado naquela ocasião deve ser feita com cautela, uma vez que a maioria do referencial teórico relacionado às aquisições eliminatórias não estava disponível para análise antitruste. Contudo, realizar essa discussão com um olhar detido na inovação e seus impactos sobre bem-estar do consumidor pode fornecer insumos para uma melhor análise de futuras aquisições potencialmente anticompetitivas no mercado financeiro brasileiro.

Uma primeira discussão é referente ao mercado relevante de corretagem de valores mobiliários. Por mais que fosse desconcentrado e concorrido, com a *Ágora* ocupando o segundo lugar, não foi analisada a concentração com base somente em transações realizadas através do *Home Broker*, como um mercado relevante individualizado.

As operações de *Home Broker* poderiam ser consideradas diferentes das operações usuais, uma clara diferenciação de produto. Mesmo não considerando um mercado relevante separado,

6 Trecho da entrevista com Helio Pio fornecida por telefone ao primeiro autor no dia 02/06/2023.

7 Trecho da entrevista com Roberto Rocha fornecida por telefone ao primeiro autor no dia 30/06/2023.



poder-se-ia entender a rivalidade relevante ao caso neste segmento de mercado como central para análise e diferente das forças competitivas do mercado relevante de corretagem como um todo.

Possíveis preocupações relacionadas à inovação após o ato de concentração poderiam ter sido levantadas. Ainda que teoria do dano das *killer acquisitions* estivesse em estágio inicial, a utilização da abordagem de Gilbert e Sunshine (1995, p. 95) poderia ter sido útil ao considerar o mercado corretagem de valores mobiliários de operações realizadas através do *home broker* como um “mercado inovador”, diferenciando-o dos mercados tradicionais. Assim, a fusão poderia ter impactos diretos sobre a inovação, pois havia sobreposições nesse mercado. Ou seja, os investimentos em pesquisa e desenvolvimento voltados para aprimoramento das soluções tecnológicas da *Ágora* poderiam ser absorvidos pela estrutura do *Bradesco*, reduzindo o potencial de inovação da *Ágora*.

Outro ponto que poderia ter sido considerado é que o *Bradesco* era uma das maiores empresas do país, com controles e estruturas internas mais rígidas em relação à *Ágora*. Conforme Penna (2014, p. 66-67), a dependência de trajetória e a inércia organizacional poderia fazer com que o *Bradesco* fosse resistente ou tivesse dificuldade na adoção de novas tecnologias e práticas inovadoras, mesmo que isso fosse do seu interesse. Como verificado na seção 2.1.2 do presente artigo, dada a estrutura da operação e perfil das empresas, a manutenção do ímpeto inovativo da *Ágora* era um desafio pós-incorporação.

Conforme a definição do Cade (BRASIL, 2016, p. 51), a *Ágora* poderia ser uma *maverick* ao fazer parte do grupo de empresas que “se caracterizam por sua inventividade e estimulam a permanente inovação no segmento que atuam”. A pressão nos preços não seria a principal discussão, uma vez que havia outros concorrentes no mercado que possuíam políticas de cobrança de corretagem semelhante ou até menor. A principal mudança estava nas ferramentas de tecnologia e análise disponíveis para os clientes poderem realizar investimentos na bolsa de valores.

#### 3.1.4. Desenvolvimento da *Ágora* após a aquisição

Com base nas informações apresentadas e cenário contrafactual ao longo da seção, é possível perceber que a *Ágora* não manteve sua expansão e a posição de destaque no mercado de renda variável. Embora fosse uma corretora inovadora e líder de mercado no segmento de pessoa física, após a aquisição pelo *Bradesco*, a empresa perdeu espaço para concorrentes e enfrentou uma queda considerável no volume negociado. Mesmo que a intenção do *Bradesco* não tenha sido a de eliminar a empresa ou, ao menos, freá-la, é possível que essa aquisição tenha gerado impactos negativos nesse mercado.

Nesse contexto, segundo a OECD (2020b, p. 29) a coleta de evidências sobre o possível caminho de desenvolvimento e crescimento da *Ágora* após aquisição é uma ferramenta interessante para avaliar se houve uma possível *killer acquisition* e dano à concorrência, mesmo que a resposta final seja negativa. No entanto, ao adotar uma perspectiva contrafactual, considerando a inexistência de concorrentes disruptivos, percebe-se que tal cenário potencialmente acarretaria danos aos consumidores e poderia atrasar o movimento de “desbancarização”.

No que tange à falta de danos à concorrência, ela pode estar associada à consolidação de uma empresa *maverick* nos anos subsequentes, a XP, conforme será apresentado no estudo de caso

subsequente. Em um cenário sem esse fator, é possível que os consumidores tivessem sido impactados de forma negativa. Isso denota a importância da análise do que poderia acontecer na ausência da fusão, de modo a avaliar a força da ameaça concorrencial que a empresa poderia desempenhar naquele mercado ou até mesmo em mercados futuros que ainda não estivesse inserida, conforme sugerido pela OECD (2020b, p. 23).

### 3.1.5. Conclusão

Analisar uma concentração que ocorreu em 2008 à luz da teoria do dano das *killer acquisitions* traz o desafio de evitar uma visão retrospectiva que poderia enviesar sua análise. Ainda assim, há lições importantes que podem ser aprendidas com a aquisição da *Ágora* pelo *Bradesco*.

Um primeiro ponto a ser analisado é que o *home broker* da *Ágora* não desapareceu nos anos subsequentes e continuou no mercado com um número significativo de clientes. Porém, é evidente que após a absorção pelo *Bradesco*, a *Ágora* teve seu crescimento impactado. Não houve eliminação do produto, mas pode-se argumentar que houve redução da intensidade da inovação como veremos na seção 2.2, na comparação com outras empresas.

Um segundo ponto a ser analisado é o fato de o mercado ter continuado concorrido após a aquisição e não ter havido enfraquecimento das empresas concorrentes. Contudo, é necessário frisar que potencialmente a concorrência teria sido comprometida se não fosse a entrada de outro agente inovador, agindo como uma *maverick*, no caso, a *XP Investimentos*. Isso também fez com que não tivesse dano ao bem-estar do consumidor, uma vez que o mercado continuou dinâmico e possibilitando a entrada de novos agentes inovadores que melhoraram os serviços financeiros para a população.

Em suma, percebe-se que uma análise mais aprofundada em relação à inovação poderia ter sido realizada, mesmo que na época não houvesse todo o referencial teórico referente às *killer acquisitions*. Isso poderia trazer uma maior compreensão dos impactos potenciais da aquisição no mercado e no desenvolvimento tecnológico do setor.

## 3.2. Ato de concentração - *XP e Itaú*

A *XP Investimentos*, estabelecida em 2001 como um escritório de Agentes Autônomos de Investimentos<sup>8</sup> (AAI), apresentou um modelo de negócio disruptivo que desafiou o tradicional mercado de produtos de investimentos dominados por grandes bancos. A empresa se tornou um elemento central no processo de "desbancarização" ocorrido na década de 2010 e contestou um mercado de produtos de investimentos altamente concentrados nas mãos de poucos grandes bancos.

De acordo com o formulário submetido pela *XP* à *Nasdaq* em seu *Initial Public Offering* (IPO),

8 Segundo o artigo 1º da Instrução 497 da CVM, agente autônomo de investimento (AAI) é a pessoa natural, registrada na forma desta Instrução, para realizar, sob a responsabilidade e como preposto de instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários, as atividades de: I - prospecção e captação de clientes; II - recepção e registro de ordens e transmissão dessas ordens para os sistemas de negociação ou de registro cabíveis, na forma da regulamentação em vigor; e III - prestação de informações sobre os produtos oferecidos e sobre os serviços prestados pela instituição integrante do sistema de distribuição de valores mobiliários pela qual tenha sido contratado (CVM, 2011)..



alguns fatores permitiram que a empresa se desenvolvesse e incomodasse as maiores instituições do mercado financeiro. Primeiro, a disponibilização de uma plataforma de investimentos com ampla variedade de produtos financeiros, diferentemente dos bancos tradicionais que por muitos anos disponibilizavam para seus clientes somente produtos de investimentos do próprio banco, como fundos de investimentos e títulos de renda fixa. Por meio de uma plataforma tecnológica, a XP pode criar um ambiente em que era possível comprar produtos financeiros tanto da XP, como de outras instituições financeiras, com os produtos próprios representando um percentual pequeno em relação à oferta de outros produtos.

Ainda assim, a maior disrupção foi em seu modelo de negócio, com a criação de uma rede de distribuição de produtos de investimento *omnichannel*<sup>9</sup>. Dessa maneira, foram realizadas aquisições de outras corretoras de títulos e valores mobiliários com estruturas semelhantes à sua, como a *Rico*, permitindo alcance maior junto a investidores iniciantes, e a *Clear*, focada em clientes que realizam operações de *day trade*. Porém, nessa estrutura multicanais, a figura mais importante foram os Agentes Autônomos de Investimento, que trouxeram capilaridade nacional para sua plataforma de investimentos.

Ao incorporar essas estratégias, a XP se tornou uma empresa líder e inovadora no mercado de distribuição de produtos de investimento, estabelecendo-se como uma opção diferenciada e confiável para os investidores. Seu principal trunfo não esteve necessariamente vinculado a sua tecnologia disruptiva, uma vez que outros concorrentes também possuíam plataformas digitais de investimento, mas a uma visão diferenciada de distribuição de produtos de investimento (UNITED STATES, 2019). Essas características distintivas reforçam a posição da XP como uma empresa *maverick*, capaz de desafiar o *status quo* e promover mudanças significativas no cenário financeiro do país.

### 3.2.1. Estrutura da operação e remédios

No dia 11 de abril de 2017, foi enviada para aprovação a participação acionária do *Itaú Unibanco S.A* no capital social da *XP Investimentos S.A.* sem a aquisição do controle societário.

Para a análise da operação, foram definidos 8 mercados relevantes sob a ótica do produto: i) Corretagem de Valores; ii) Gestão de recursos de terceiros; iii) Administração de recursos de terceiros/ fiduciária; iv) Planos de previdência privada; v) Distribuição de produtos de investimento para o varejo; vi) Seguros de vida; vii) Seguros habitacionais; viii) Corretagem de seguros. A dimensão geográfica dos mercados relevante foi considerada nacional, dada a natureza das plataformas digitais (BRASIL, 2018).

De modo geral, houve entendimento do Cade que, nos mercados em que foi verificada a sobreposição horizontal, não havia risco de aumento o poder de mercado em decorrência da operação. Com base na análise convencional, apenas as integrações verticais relacionadas ao mercado de distribuição de produtos de investimento apresentariam desafios concorrenciais.

Contudo, a operação possui algumas características que as afastam das suposições baseadas nos índices de concentração econômica tradicionais, por uma das partes ser considerada uma

---

9 O *omnichannel* é a integração dos canais com a experiência do usuário, concentrando-se na marca e como esta é percebida pelo consumidor. São utilizados diferentes dispositivos (celulares, smartphones, tablets, computadores) e canais (online, offline) durante uma mesma jornada de compra (OKADA, 2016; GUISSONI, 2017).

empresa *Maverick*, no caso, a *XP Investimentos*.

Na avaliação do ato de concentração, a Superintendência Geral do Cade considerou a *XP* como uma empresa *Maverick*. A *XP* apresentava taxas de crescimento nos mercados de corretagem de valores e distribuição de produtos de investimentos superiores aos demais agentes, trazendo uma perspectiva futura de poder de mercado ainda maior. Ademais, era um capaz de exercer influência nos preços das empresas com maior participação de mercado, especialmente no mercado de distribuição de produtos de investimentos (BRASIL, 2018).

No que tange aos efeitos de rede, foram identificados tanto diretos como indiretos no mercado de distribuição de produtos de investimento. Dessa maneira, um entrante teria dificuldade em conseguir oferecer uma plataforma mais atrativa do que a *XP*, dada a variedade de produtos disponíveis. Do lado da oferta, a *XP* também seria mais vantajosa para distribuição de seus produtos de investimentos, uma vez que teria a maioria dos investidores concentrada. Uma forma de mitigar tais efeitos, conforme já mencionado, seria com o *Multihoming*. Todavia, enquanto do lado dos investidores a utilização de outra plataforma pode ser simples, do lado dos ofertantes a *XP* poderia dificultar a partir de cláusulas de exclusividade. Assim, a partir do voto do conselheiro-relator Paulo Burnier (BRASIL, 2018), identifica-se essa exigência como uma forte barreira à entrada e ao surgimento de novos concorrentes no mercado.

O Cade identificou um possível enfraquecimento exercido pela *XP* no mercado de corretagem e distribuição de produtos de produtos de investimento e a possibilidade da eliminação de uma empresa *maverick*. O fato de o *Itaú* ter participação minoritária e a impossibilidade de assumir o controle da *XP*, não seria fator mitigador das preocupações, sendo necessário um Acordo em Controle de Concentrações (ACC) para aprovação. Este teve como ponto central a facilitação de utilização de outras plataformas de investimento tanto do ponto de vista dos ofertantes como dos investidores, ao terem sua portabilidade entre instituições simplificada. Além disso, teve como foco a manutenção dos benefícios da plataforma *XP* para clientes atuais e futuros.

### 3.2.2. Avaliação do Banco Central do Brasil (BCB)

Além da análise do Cade, há a necessidade aprovação pelo BCB, uma vez que os requerentes são entidades reguladas pela instituição. O BCB partiu da suposição que a operação em análise teria sido realizada com objetivo do *Itaú* se defender e compensar os efeitos negativos devido à migração de muitos investidores de sua plataforma fechada de investimentos para a plataforma aberta oferecida pela *XP*.

O BCB caracterizou plataformas abertas de investimentos como *mavericks*. Isso fez com que não apenas o impacto sobre a competição presente e os mercados relevantes imediatos fosse importante, mas também na concorrência futura e em mercados correlatos.

O protagonismo do tema de concorrência potencial é visível na análise. O efeito sobre o mercado de produtos bancários do *Itaú*, no momento do Ato de Concentração, era nulo pela *XP* não atuar com atividades bancárias. Contudo, o BCB vislumbrou a possibilidade de, no futuro, a *XP* poder oferecer produtos bancários, uma vez que os clientes tenderiam a concentrar seu consumo de produtos financeiros em um só ofertante (BCB, 2019, p. 5).



Assim, o BCB entendeu que a operação seria pró-competitiva e poderia ser aprovada ao avaliar seus riscos e benefícios, desde que fossem estabelecidas medidas compensatórias para mitigar os riscos de impactos negativos na concorrência. Assim, houve a celebração de um outro ACC, que estipulava obrigações para ambas as partes, em período maior do que o do Cade (BCB, 2019, p. 6).

As obrigações impostas ao *Itaú* incluíam a restrição de adquirir plataformas abertas de investimentos e de obter participação acionária em empresas desse tipo de negócio, exceto nas aquisições específicas das porcentagens do capital social da *XP* nas três fases iniciais previstas pela operação. Além disso, o acordo proíbe expressamente a aquisição do capital social votante da *XP* pelo *Itaú* e estabelece cláusulas que visam limitar a interferência do *Itaú* na administração da *XP*. Essas cláusulas incluem a impossibilidade de indicar administradores, a proibição de acesso às bases de dados da *XP* por parte do *Itaú* e a exclusão de representantes do banco em reuniões do grupo de controle que ocorrem antes da assembleia geral de acionistas (BCB, 2019, p. 6).

### 3.2.3. Evolução da empresa após ACCs

O entendimento para as restrições para aprovação foi que os ACCs manteriam incentivos para que a *XP* continuasse independente e não se submetesse aos interesses do *Itaú* como novo sócio.

Diferentemente do estudo de caso anterior, em que a *Ágora* teve seu modelo de negócio absorvido pelo *Bradesco* e perdeu sua essência inovadora, a *XP* conseguiu se manter competitiva e concentrar ainda mais o mercado. Em relação ao primeiro, a *XP* continuou competitiva no mercado de Agentes Autônomos de Investimentos e o manteve como um foco de seu modelo de negócio. A *XP* manteve liderança neste segmento, com cerca de 34% das empresas de agentes autônomos vinculados à sua instituição ao final de 2022, em comparação a 43% no primeiro trimestre de 2021 (AAWZ, 2022). Ao considerar a quantidade de profissionais, a *XP* possuía cerca de 68%, com um número cerca de três vezes maior que o segundo colocado, o *BTG Pactual*, e vinte vezes maior do que o terceiro, o *Banco Safra*. Ainda que possa ser argumentado que a *XP* perdeu participação no mercado, isso não se deve à falta de investimentos no segmento, mas a entrada e fortalecimento de concorrentes, especialmente do *BTG Pactual*.

Assim, é importante reforçar que, pós-aquisição, houve o crescimento e consolidação do *BTG Pactual*, que começou a contestar poder de mercado da *XP* de forma significativa. Em inquérito enviado ao Cade que investiga supostas infrações concorrenciais atribuídas à *XP*, é mencionada a perda de 60 empresas de agentes autônomos da *XP* para o *BTG* (SERAFIM, 2022). No documento disponível para consulta pública no site da autarquia, é citado que, em 2020, houve a saída de 25 escritórios, representando 9% da custódia total do grupo *XP*, enquanto, em 2021, foram cerca de 35, representando 6% da custódia (AAWZ, 2022).

A *XP* realizou alguns movimentos desde o Ato de Concentração que possibilitaram um fortalecimento de sua marca e um crescimento que culmina em R\$ 1 trilhão em custódia de produtos de investimento em 2023 (BALARIN, 2023). Assim, foram adquiridas empresas menores que envolvem tanto integrações verticais, aquisições de conglomerado e sobreposições horizontais. Entre 2021 e 2022 a *XP* realizou a aquisição de um Banco (*Modal*) e de duas Corretoras de Valores Mobiliários (*Modal CCTVM e Singulare*), adquiriu participação em três casas de análise de investimentos, em cinco gestoras de recurso, assim como participações em empresas de educação e tecnologia.

Conforme mencionado acima, umas das preocupações do BCB residia não somente no impacto sobre a competição presente e nos mercados relevantes imediatos, mas na concorrência futura e em mercados correlatos. Essa era uma questão muito pertinente, uma vez que a *XP* se transformou não somente em um *marketplace* completo de investimentos, seguros e previdência, mas obteve autorização em 2019 do Banco Central para virar de fato um Banco Múltiplo, com carteiras comercial e de investimentos, e entrar em novos mercados para concorrer diretamente com seu próprio sócio, o *Itaú* (LEWGOY, 2019).

Dessa maneira, em um cenário contrafactual sem as restrições sugeridas e com a participação majoritária no capital social votante da *XP* por parte do *Itaú*, é possível que a *XP* não tivesse seguido esta trajetória.

### 3.2.4. Análise da aquisição de ações de *XP* pelo *Itaú* sob a ótica das *killer acquisitions* e comentários finais sobre o ato de concentração

Realizar a análise do Ato de Concentração *Itaú* e *XP* sob a ótica das *killer acquisitions*, comparando-o ao estudo de caso anterior, permite ser avaliado o que aconteceu com o mercado de plataformas de investimentos nos anos subsequentes e como as autoridades antitruste atuaram em situações relativamente semelhantes. A diferença principal é o contexto e cenário em que ambos ocorreram. No caso da *XP* e *Itaú*, o mercado financeiro já havia passado por uma profunda digitalização, o processo de "desbancarização" já estava suficientemente maduro, e as ferramentas de análise à disposição do Cade e do BCB relativas a mercados digitais, inovação e *killer acquisitions* eram mais vastas.

Um acerto das autoridades parece ter sido a avaliação do mercado de Distribuição de Produtos de Investimento para o varejo como um mercado relevante específico. O Cade teve o cuidado de avaliar a concentração de mercado, com os Bancos tradicionais sendo considerados e sem a entrada desses. Em outras palavras, considerou um cenário como concorrentes da *XP* somente outras plataformas de investimento sem agentes com estrutura fechada de distribuição de produtos de investimentos e, outro, em que esses agentes foram considerados. Na primeira hipótese, o mercado seria moderadamente concentrado, enquanto na segunda, a *XP* possuía um poder de mercado próximo a 50%.

Ou seja, as autoridades antitruste foram capazes de delimitar de forma ampla os mercados relevantes ao mesmo tempo que analisaram de forma individualizada eventuais recortes que trariam maiores questões concorrenciais, identificando possíveis mercados futuros. Essa abordagem mais flexível conforme sugerido por Holmström *et al.* (2019, p. 17), permitiu que a concentração provocada pelo ato de concentração fosse avaliada corretamente.

Ao reconhecerem a *XP* como uma empresa disruptiva e capaz de influenciar os preços no mercado de distribuição de produtos de investimento, as autoridades demonstraram uma perspectiva atenta aos impactos além de aspectos estáticos do mercado. Nesse cenário, foi avaliado que o HHI poderia não trazer uma visão completa e, a princípio, apenas as integrações verticais relacionadas ao mercado de distribuição de produtos de investimento trariam preocupações maiores. Isso fez com que as autoridades fossem além da análise convencional e avaliassem não apenas o impacto sobre a





concorrência atual, mas também relacionados à concorrência futura e a mercados correlatos, com a oferta de produtos bancários pela XP.

Em linha com a proposição de Motta e Peitz (2020), tanto *Itaú* como a *XP* apresentaram argumentos para justificar que a fusão não traria preocupações concorrenciais e trouxeram justificativas relacionadas às sinergias entre as empresas. Ou seja, o ônus da prova também recaiu sobre esses dois agentes, que trouxeram a defesa que a estrutura da operação seria o suficiente para mitigar a questões relativas à defesa da concorrência.

Realmente, alguns fatores ajudaram a manter a *XP* independente. O primeiro diz respeito à limitação imposta à presença do *Itaú* no Conselho de Administração, com no máximo duas posições e sem direito a veto, salvo em questões financeiras, vedação ao acesso à base de dados da *XP* e a exclusão de representantes do *Itaú* em reuniões do grupo de controle. O segundo é que a *XP* teria incentivos para continuar independente, uma vez que os valores pagos aos controladores estariam vinculados ao lucro líquido da *XP* e a seus resultados futuros no caso de exercício do direito de venda ou compra do controle da companhia. Uma estrutura com maior liberdade de atuação para o *Itaú* ou que previsse uma incorporação de áreas da *XP* pelo *Itaú* visando maiores sinergias e economias de escopo poderia trazer os mesmos problemas verificados na aquisição do *Bradesco* pela *Ágora*. Nessa hipótese, sobreposições dos investimentos e pesquisa poderiam comprometer a continuidade da postura disruptiva da *XP*.

Um fator interessante foi o prazo de monitoramento proposto pelo BCB de 8 a 15 anos, que pode endereçar a problemática relativa aos critérios de tempestividade da *killer acquisitions*, uma vez que os impactos da aquisição podem continuar por um longo período (OECD, 2020b, p. 21). Em um cenário sem esses remédios, possivelmente o *Itaú* teria adquirido o capital social votante da *XP*, não teria sido realizado seu IPO ou até mesmo o ímpeto inovativo teria sido freado.

Assim como no estudo de caso *Bradesco-Ágora*, a métrica de crescimento após a operação é uma ferramenta útil para avaliar questões relativas aos danos à concorrência, se houve diminuição na inovação e, em última instância, se a operação pode ser caracterizada como uma *killer acquisition*.

A partir dos movimentos pós-aquisição, o que se observou foi um crescimento acelerado da *XP*, com o aumento de seu poder de mercado, estruturação de novos serviços e produtos e listagem de suas ações na *Nasdaq*. Capitalizada, a *holding* pode continuar sua investida contra os Bancos, inclusive contra o próprio *Itaú*. Os pontos abordados anteriormente reforçam seu desenvolvimento pós-aquisição.

Com base nessas informações, é evidente que a própria estrutura da operação e os remédios e medidas tomadas pelo Cade e BCB foram bem-sucedidos em mitigar os efeitos anticompetitivos relacionados à pressão que o *Itaú* poderia exercer na *XP* e limitar seu potencial de desenvolvimento.

Alguns elementos sugeridos na teoria do dano das *killer acquisitions* foram utilizados na avaliação, e a inclusão de empresas *maverick* sob esse referencial teórico traz uma contribuição para futuros casos semelhantes. Se analisarmos a operação com base na sugestão de Ivaldi, Petit e Unekbas (2023), é possível perceber que não houve desaparecimento dos produtos da empresa adquirida e não houve redução da inovação.

Ainda que a operação tenha potencialmente trazido outros problemas concorrenciais relativos a práticas de exclusividade e fechamento de mercado por parte da *XP* no mercado de

Agentes Autônomos de Investimento, sob a ótica das *killer acquisitions*, as autoridades antitruste conseguiram atuar de modo a evitar que o modelo de negócio disruptivo da XP fosse descontinuado. Destarte, do ponto de vista das aquisições eliminatórias, a atuação das autoridades foi bem-sucedida em mitigar os efeitos anticompetitivos relacionados à pressão que o Itaú poderia exercer na XP e limitar seu potencial de desenvolvimento (TOLEDO, 2019).

#### 4. CONCLUSÃO

O presente estudo teve como objetivo central a análise dos impactos das aquisições sobre a inovação com ênfase no mercado financeiro brasileiro, através de estudos dos casos *Bradesco-Ágora e Itaú-XP*. Sua principal diferenciação está na análise sob o prisma de *killer acquisitions* para empresas *maverick*, isto é, empresas já estabelecidas, mas com perfil disruptivo e que promovem mudanças significativas nos mercados em que atuam.

A escolha dos casos se insere em um contexto de digitalização do mercado financeiro brasileiro e proporciona a oportunidade de avaliar a atuação do Cade em mercados semelhantes, porém ocorridas em períodos distintos, gerando aprendizados relevantes para a análise de atos de concentração futuros.

No que tange ao caso da *Ágora*, cabe ressaltar que esta poderia ter sido potencialmente classificada como uma empresa *maverick*. A aprovação do Cade sem restrições se baseou, em parte, em potenciais lacunas identificadas na análise referente ao mercado relevante e à competição futura. O tratamento amplo dos mercados relevantes de renda variável pode não ter se mostrado adequado, especialmente considerando a posição de liderança da *Ágora* em um segmento em rápido crescimento e inovativo, no qual pessoas físicas realizavam operações via *home broker*.

No caso subsequente da XP, ocorrido quase uma década após a aquisição da *Ágora* pelo *Bradesco*, houve uma atuação distinta das autoridades antitruste. A implementação de remédios comportamentais, limitando a interferência do Itaú, juntamente com a estrutura da operação que impedia que o Itaú adquirisse a maioria do capital votante, manteve a XP competitiva e possibilitou que ela continuasse com seu modelo de negócio disruptivo. A XP foi classificada como uma empresa *maverick* e houve consideração sobre a pressão competitiva futura que ela poderia exercer, inclusive em mercados nos quais ainda não atuava, como o setor bancário. É importante destacar que a atuação conjunta do Cade com o BCB, aliada à estrutura da operação, desempenhou papel fundamental na mitigação dos possíveis efeitos de uma *killer acquisition* no mercado financeiro brasileiro.

A atuação do Cade nesta operação segue uma tendência semelhante às experiências de outras autoridades antitruste, em que se observa uma maior vigilância diante dos mercados digitais, como na Comissão Europeia, na Alemanha, no Reino Unido e nos Estados Unidos. Holmström *et al.* (2019, p. 6) fazem uma análise sobre a atuação de diferentes órgãos de defesa da concorrência e menciona que, no Reino Unido, o CMA defende uma redefinição na avaliação de fusões em mercados digitais para aumentar a fiscalização planejada de aquisições, colocando maior ênfase nos danos à inovação e nos impactos da concorrência potencial tanto na seleção de casos quanto em sua avaliação. Essa preocupação foi identificada ao longo do ato de concentração da XP com Itaú, de modo a garantir que não haveria o arrefecimento da pressão competitiva exercida pela XP.



Por mais que a operação tenha sido bem-sucedida nesse sentido, estudos futuros podem focar sua análise em outros resultados anticompetitivos e eventuais preocupações concorrenciais que emergiram a partir de uma maior concentração de mercado por parte da XP. Mesmo com o crescimento de outros concorrentes, especialmente do *BTG Pactual*, possíveis condutas anticompetitivas precisam ser avaliadas com maior detalhe pelas autoridades antitruste. Ou seja, poderia ser realizado uma pesquisa com base nos remédios comportamentais sugeridos à XP. Diante do crescimento da XP, as autoridades precisam estar atentas, uma vez que é possível que uma empresa *maverick* venha a se transformar em um *Bully* ao consolidar sua posição dominante.

## REFERÊNCIAS

AAWZ PARTNERS. **Relatório AAWZ 2022**. Brasil. 2022. Disponível em: <https://portal.aawz.com.br/relatorios>. Acesso em: 30 jul. 2023.

BALARIN, Raquel. XP bate R\$ 1 trilhão em custódia e Guilherme Benchimol prevê dólar fraco e novo ciclo no mercado de investimentos. **Info Money**, [S. l.], 18 jun. 2023. Disponível em: <https://tinyurl.com/26zw65ky>. Acesso em: 7 jun. 2023.

BANCO CENTRAL DO BRASIL (BCB). **Ato de concentração Itaú Unibanco/ XP Investimentos**: Estudo Especial nº 47/2019. Brasília: Banco Central do Brasil, 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/29rryaex>. Acesso em: 7 jun. 2023.

BRADESCO compra corretora *Ágora* por R\$ 830 milhões e é destaque nos jornais. **InfoMoney**, São Paulo, 7 mar. 2008. Disponível em: <https://tinyurl.com/ypocdd99>. Acesso em: 28 jun. 2023.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Ato de Concentração Ordinário nº 08012.002361/2008-29**. Interessados: *Banco Bradesco BBI S.A* e *Agora Holding S.A*. Voto-vista do Conselheiro-Relator Olavo Zago Chinaglia, 17 de setembro de 2008. Disponível em: <https://tinyurl.com/27vd4sgl>. Acesso em: 11 jul. 2023

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Ato de Concentração Ordinário nº 08700.004880/2017-64 (autos públicos: 08700.004431/2017-16)**. Interessados: *Itaú Unibanco S.A*. e *XP Investimentos S.A*. Voto-vista do Conselheiro Relator Paulo Burnier da Silveira, 15 de março de 2018. Disponível em: <https://tinyurl.com/2dbzt269>. Acesso em: 11 jul. 2023.

BRASIL. Conselho Administrativo de Defesa Econômica. **Guia para Análise de Atos de Concentração Horizontal**. Brasília: Cade, 2016. Disponível em: <https://tinyurl.com/29xkgkep>. Acesso em: 7 jun. 2023

BUNDESKARTELLAMT. **Market Power of platforms and networks**. Bonn: Bundeskartellamt, 2016. B6-113/15. Disponível em: <https://tinyurl.com/249jsaku>. Acesso em: 11 jul. 2023.

CAMARGO, Sophia. *Home broker*: o que as corretoras oferecem aos seus clientes. **Uol**, São Paulo, 15 fev. 2008. Disponível em: <https://tinyurl.com/26amds9>. Acesso em: 20 maio 2023.

CLIENTES da *Clear* já economizaram R\$ 50 milhões em taxas de corretagem neste ano. **Info Money**, São Paulo, 12 set. 2022. Disponível em: <https://tinyurl.com/2dxk6c6v>. Acesso em: 20 maio 2023.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM). **Instrução CVM nº 479, de 3 de junho de 2011, com as alterações introduzidas pelas instruções CVM nº515/55, 593/97, e 610/19**. Dispõe sobre a atividade de

agente autônomo de investimento. Brasília: CVM, 2011. Disponível em: <https://tinyurl.com/2arx3bcp>. Acesso em: 20 maio 2023.

COMPETITION & MARKETS AUTHORITY (CMA). **Merger Assessment Guidelines**. London: Competition & Markets Authority, 2021. Disponível em: <https://tinyurl.com/2qdfvm38>. Acesso em: 7 maio 2023.

CUNNINGHAM, Colleen; EDERER, Florian; MA, Song. Killer Acquisitions. **Journal of Political Economy**, London, v. 129, n. 3, p. 649–702, March 2021. Disponível em: <https://tinyurl.com/y22psuhg>. Acesso em: 15 maio 2023.

EVANS, David S.; SCHMALENSEE, Richard. The Antitrust Analysis of Multi-Sided Platform Businesses. In: BLAIR, Roger; SOKOL, Daniel (ed.). **Oxford Handbook on International Antitrust Economics**. Oxford: Oxford University Press, 2015. p. 1-38.

FAYNE, Kelly; FOREMAN, Kate. To Catch a Killer: Could Enhanced Premerger Screening for “Killer Acquisitions” Hurt Competition? **Antitrust Magazine**, Washington, n. 34-2, 2020.

FEDERICO, Giulio; LANGUS, Gregor; VALLETTI, Tommaso M. A simple model of mergers and innovation. **Economics Letters**, [S. l.], v. 157, p. 136–140, 2017. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.econlet.2017.06.014>. Disponível em: <https://tinyurl.com/25u6d4jb>. Acesso em: 12 jul. 2023.

FEDERICO, Giulio; MORTON, Fiona Scott; SHAPIRO, Carl. Antitrust and innovation: Welcoming and protecting disruption. **Innovation Policy and the Economy**, Chicago, v. 20, p. 125-190, 2020. Disponível em: <https://tinyurl.com/257aozow>. Acesso em: 12 jul. 2023.

FLACH, Natália. Corretora *Ágora*, do Bradesco, renasce para brigar com a XP. **Exame**, São Paulo, 13 nov. 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/265mzw32>. Acesso em: 21 jul. 2023.

GILBERT, Richard. J.; SUNSHINE, Steven C. Incorporating Dynamic Efficiency Concerns in Merger Analysis: The Use of Innovation Markets. **Antitrust Law Journal**, Washington, v. 63, n. 2, p. 569–601, 1995. Disponível em: <https://tinyurl.com/263hd494>. Acesso em: 15 jul. 2023.

GUISSONI, Leandro Angotti. Omnichannel: uma gestão integrada. **GV Executivo**, v. 16, n. 1, p. 24-27, 2017. DOI: <https://doi.org/10.12660/gvexec.v16n1.2017.67453>. Disponível em: <https://tinyurl.com/2db52hdr>. Acesso em: 20 jun. 2023.

HOLMSTRÖM, Mats; PADILLA, Jorge; STITZING, Robin; SAASKILAHTI, Pekka. *Killer Acquisitions?* The Debate on Merger Control for Digital Markets. **SSRN Electronic Journal**, [S. l.], 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/29fnatoa>. Acesso em: 20 jun. 2023.

IVALDI, Marc; PETIT, Nicolas; UNEKBAS, Selcukhan. *Killer Acquisitions: evidence from EC merger cases in digital industries*. **TSE Working Paper, Toulouse**, n. 13-1420, 2023. Disponível em: <https://tinyurl.com/272jzymj>. Acesso em: 28 jun. 2023.

LEWGOY, Júlia. XP vai lançar banco em setembro e pode abrir o capital. **Valor Investe**, São Paulo, 4 jul. 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/26hf8f3o>. Acesso em: 22 jun. 2023.

MOTTA, Massimo; PEITZ, Martin. Big Tech Mergers. **Centre for Economic Policy Research**, London, n. DP14353, 2020. Disponível em: <https://ssrn.com/abstract=3526079>. Acesso em: 29 jun. 2023.

OKADA, Sionara Ioco. **Comportamento do consumidor Cross Channel: características, benefícios e processos condicionais às compras**. 2016. Tese (Doutorado em Administração) - Universidade de Brasília, Brasília, 2016. Disponível em: <https://tinyurl.com/2cfxglwo>. Acesso em: 1 jul. 2023.



ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **OECD Handbook on Competition Policy in The Digital Age**. Paris: OECD, 2022. Disponível em: <https://tinyurl.com/2y2k73k3>. Acesso em: 1 jul. 2023.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Roundtable on Conglomerate Effects of Mergers**: Background Note by the Secretariat. Paris: OECD, 2020a. Disponível em: <https://tinyurl.com/2cpz8qkb>. Acesso em: 1 jul. 2023.

ORGANISATION FOR ECONOMIC CO-OPERATION AND DEVELOPMENT (OECD). **Start-ups, Killer Acquisitions and Merger Control**. Paris: OECD, 2020b. Disponível em: <https://tinyurl.com/2a84zsc8>. Acesso em: 1 jul. 2023.

PARTYKA, Raul; LANA, Jeferson; MARCON, Rosilene. A XP e o Itaú Unibanco: dos Produtos de Investimento a Desbancarização. **Administração: Ensino e Pesquisa**, Rio de Janeiro, v. 21, n. 2, p. 214-238, 2020. Disponível em: <https://tinyurl.com/2cqwoa79>. Acesso em: 1 jul. 2023.

PENNA, Caetano C. R. **The Co-evolution of societal issues, technologies and industry regimes**: Three case studies of the American automobile industry. 2014. Tese (Doutorado em Filosofia) - University of Sussex, Sussex, 2014. Disponível em: <https://tinyurl.com/29ml85k3>. Acesso em: 1 jul. 2023.

PETIT, Nicolas; TEECE, David J. Innovating Big Tech Firms and Competition Policy: Favoring Dynamic Over Static Competition. **Industrial and Corporate Change**, [S. l.], v. 30, n. 5, p.1168-1198, 2021. DOI: <https://doi.org/10.1093/icc/dtab049>. Disponível em: <https://tinyurl.com/29ml85k3>. Acesso em: 1 jul. 2023.

QUEM SOMOS. *Ágora Investimentos*, São Paulo, 2023. Disponível em: <https://www.agorainvestimentos.com.br/sobre-agora>. Acesso em: 30 jul. 2023.

SANTOS, Carolina Tojal Ramos dos. Avaliação ex-post da política de defesa da concorrência: metodologias e aplicações. **Revista de Defesa da Concorrência**, Brasília, v. 3, n. 1, p. 87-107, 2015. Disponível em: <https://tinyurl.com/28aw2sdr>. Acesso em: 25 ago. 2023.

SCHWEITZER, Heike *et al.* Modernising the Law on Abuse of Market Power: Report for the Federal Ministry for Economic Affairs and Energy (Germany). 2018. Disponível em [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=3250742](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3250742) Acesso em 05 jun. 2024.

SERAFIM, Abel. Cade abre inquérito administrativo para investigar XP. **E investidor**, São Paulo, 31 ago. 2022. Disponível em: <https://tinyurl.com/24z5wh66>. Acesso em: 25 ago. 2023.

SEVERINO, Lillian Santos Marques; RESENDE, Guilherme Mendes. Avaliação ex post de ato de concentração: o caso Sadia-Perdigão. In: RESENDE, Guilherme Mendes; SACCARO JUNIOR, Nilo Luiz; MENDONÇA, Mario Jorge Cardoso de (ed.). **Avaliação de Políticas Públicas no Brasil**: uma análise das políticas de defesa da concorrência. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2020. p. 27-50.

SHAPIRO, Carl. Competition and Innovation: Did Arrow Hit the Bull's Eye? In: LERNER, Josh; STERN, Scott (ed.). **The rate and direction of inventive activity revisited**. Chicago: University of Chicago Press for the National Bureau of Economic Research, 2011. p. 361-410.

SORKIN, Andrew Ross. Conglomerates Didn't Die. They Look Like Amazon. **The New York Times**, New York 17 jun. 2017. Disponível em: <https://tinyurl.com/2d6qw2lk>. Acesso em: 28 jun. 2023.

TOLEDO, Letícia. IPO da XP é o 9º maior do mundo em 2019; veja o ranking. **Info Money**, São Paulo, 30 dez. 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/27n2hp4a>. Acesso em: 28 jun. 2023.

UNITED STATES. Securities and Exchange Commission. **Form F-1 registration statement under the securities act of 1933**. Washington, 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/27o5buqh>. Acesso em: 28 jun. 2023.

ZOFFER, Joshua P. Short-Termism and Antitrust' s Innovation Paradox. **Stanford Law Review Online**, Stanford, v. 71, n. 1, p. 308-319, 2019. Disponível em: <https://tinyurl.com/2y96kh5u>. Acesso em: 28 jun. 2023.

